

**ANALISIS PENGUJIAN TEORI *PECKING ORDER*
MELALUI KETERKAITAN PROFITABILITAS,
STRUKTUR ASET, UKURAN PERUSAHAAN DAN
KESEMPATAN BERTUMBUH TERHADAP
FINANCIAL LEVERAGE PERIODE 2006-2009
(STUDI KASUS PADA EMITEN SYARIAH di JII)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun Oleh :

BRAMANTYO ARIEF
NIM. C2A007027

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2011**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Bramantyo Arief

Nomor Induk Mahasiswa : C2A007027

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGUJIAN TEORI
PECKING ORDER MELALUI
KETERKAITAN PROFITABILITAS,
STRUKTUR ASET, UKURAN
PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN
BERTUMBUH TERHADAP *FINANCIAL
LEVERAGE* PERIODE 2006-2009
(STUDI KASUS PADA EMITEN
SYARIAH di JII)**

Dosen Pembimbing : Harjum Muharam, SE, ME

Semarang, 28 Februari 2011

Dosen Pembimbing

(Harjum Muharam, SE, ME)

NIP. 197202182000031001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Bramantyo Arief

Nomor Induk Mahasiswa : C2A007027

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGUJIAN TEORI
PECKING ORDER MELALUI
KETERKAITAN PROFITABILITAS,
STRUKTUR ASET, UKURAN
PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN
BERTUMBUH TERHADAP *FINANCIAL
LEVERAGE* PERIODE 2006-2009
(STUDI KASUS PADA EMITEN
SYARIAH di JII)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 11 Maret 2011

Tim Penguji :

1. Harjum Muharam, SE, ME (.....)
2. Drs.H. M Kholiq Mahfud, MSi (.....)
3. Drs.R. Djoko Sampurno (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Bramantyo Arief, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: ANALISIS PENGUJIAN TEORI *PECKING ORDER* MELALUI KETERKAITAN PROFITABILITAS, STRUKTUR ASET, UKURAN PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN BERTUMBUH TERHADAP *FINANCIAL LEVERAGE* PERIODE 2006-2009 (STUDI KASUS PADA EMITEN SYARIAH di JII), adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan jasa yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 28 Februari 2011
Yang membuat pernyataan,

(Bramantyo Arief)
NIM : C2A007027

***....“Ya Tuhanku, berilah aku ilham untuk tetap mensyukuri
ni’mat- Mu yang telah Engkau anugerahkan kepadaku dan
kepada dua orang ibu bapakku dan untuk mengerjakan
amal saleh yang Engkau ridhai; dan masukkanlah aku
dengan rahmat- Mu ke dalam golongan
hamba-hamba- Mu yang saleh”. (QS AN-NAML:19)***

ABSTRAK

Keputusan pendanaan perusahaan merupakan hal yang penting dalam membiayai kegiatan operasi perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus memperhatikan struktur permodalannya yang merupakan cerminan berapa besar penggunaan modal sendiri dan berapa besar hutang yang akan digunakan, sehingga dapat menghasilkan struktur modal yang optimal. Sedangkan, dalam perusahaan yang berprinsipkan ekonomi Islam penggunaan hutang yang disertai bunga merupakan hal yang bertentangan. Mengingat banyaknya faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan maka penelitian ini akan meneliti pengaruh profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh pada emiten syariah yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menguji hipotesis *pecking order* yang lebih mengutamakan penggunaan dana internal melalui keterkaitan profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh terhadap *financial leverage* pada emiten syariah yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* pada tahun 2006 sampai dengan 2009.

Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 12 emiten syariah pada berbagai sub-sektor industri, dimana metode yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu suatu metode pengambilan sampel yang mengambil obyek dengan kriteria tertentu. Banyaknya sampel yang sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan sebanyak 12 emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan menggunakan metode *pooled data* sehingga sampel penelitian (n) diperoleh sebanyak 48 data observasi. Analisis data menggunakan alat analisis uji regresi berganda yang didahului dengan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Pengujian hipotesa dilakukan dengan menggunakan uji F dan uji t.

Hasil analisis data atau hasil regresi menunjukkan bahwa secara bersama-sama profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh mempengaruhi struktur modal. Sedangkan secara parsial variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal adalah profitabilitas dan struktur aset sedangkan variabel ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh secara parsial tidak mempengaruhi struktur modal. Besarnya uji derajat determinasi (*adjusted R square*) adalah sebesar 0,246. Hal ini berarti bahwa 24,6 persen variabel dependen yaitu struktur modal dapat dijelaskan oleh empat variabel independen yaitu profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh, sedangkan sisanya sebesar 75,4 persen struktur modal dijelaskan oleh variabel atau sebab-sebab lain diluar model.

Kata Kunci : Hipotesis *pecking order*, Profitabilitas, Struktur aset, Ukuran perusahaan dan Kesempatan bertumbuh dan *financial leverage*

ABSTRACT

Corporate financing decisions are important in financing the operations of the company. Therefore, companies should pay attention to its capital structure which is a reflection of how much the company use its own capital and how much debt that will be used, so as to produce an optimal capital structure. Meanwhile, the Islamic economy company that accompanied the use of debt interest is forbidden. Considering of many factors affecting the company's capital structure, this study will examine the influence of profitability, asset structure, firm size and growth opportunities in Islamic issuers listed on the Jakarta Islamic Index. The purpose of this study is to investigate and test the pecking order hypothesis that more priority to the use of internal funds through linkages profitability, asset structure, firm size and growth opportunity toward financial leverage through the Islamic issuers listed on the Jakarta Islamic Index in 2006 until 2009.

The sample used sharia as many as 12 issuers in a variety of industry sub-sectors, where the method used was purposive sampling is a sampling method that takes an object with certain criteria. The number of samples that match the criteria specified as many as 12 issuers of sharia in Jakarta Islamic Index (JII) by using pooled data so that the study sample (n) is obtained as many as 48 observation data. Analysis of data using multiple regression analysis tool, which is preceded by classical assumption of normality test, multicollinearity test, autocorrelation test and the heteroscedasticity test. Hypothesis testing is done by using F test and T test.

Results of data analysis or regression results indicate that simultaneously profitability, asset structure, firm size and growth opportunities affect the capital structure. While the partially variable affecting the profitability and capital structure is the structure of assets while the variable size of the company and the opportunity to grow partially not affect the capital structure. The amount of testing the degree of determination (adjusted R square) is approximately 0,246. It means that 24,6 percent of the dependent variable which is capital structure can be explained by four independent variables those are profitability, assets structure, firm size, and the growth opportunity, while the remaining amount of 75,4 percent of capital structure can be explained by the other causes outside the model.

Keyword : *Pecking order hypothesis, profitability, assets structure, size, growth opportunity and financial leverage*

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya serta kekuatan lahir dan batin kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“ANALISIS PENGUJIAN TEORI *PECKING ORDER* MELALUI KETERKAITAN PROFITABILITAS, STRUKTUR ASET, UKURAN PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN BERTUMBUH TERHADAP *FINANCIAL LEVERAGE* PERIODE 2006-2009 (STUDI KASUS PADA EMITEN SYARIAH di JII)”**

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini penulis mendapat bantuan dari berbagai pihak, maka dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih atas segala bantuan, bimbingan dan dukungan yang telah diberikan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan kepada:

1. Segala Puji Bagi Allah SWT, Tuhan Semesta Alam.
2. Shalawat dan Salam untuk Nabi Muhammad SAW.
3. Bapak Prof. Drs. H. Mohamad Nasir, Msi, Akt, Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
4. Bapak Harjum Muharam, SE, ME, selaku Dosen Pembimbing atas waktu, perhatian, dan segala bimbingan serta arahnya selama penulisan skripsi ini.
5. Bapak Dr. Suharnomo, SE, Msi selaku Dosen Wali yang telah banyak membantu pelaksanaan perkuliahan akademik selama ini.

6. Bapak H. Hari Husodo dan Ibu Hj. Nur Uyuni yang selalu memberikan dukungan, perhatian, semangat, kasih sayang yang begitu melimpah dan doa yang tiada henti untuk mendoakanku agar selalu tetap di jalan Allah SWT dan menggapai keselamatan dunia maupun akhirat. *“You Are The Best Parent in this Whole Universe, I’ll make You Proud of Me Always”*.
7. Kakak-kakakku tersayang, Mba Wulan dan Mas Bintang walaupun Mba dan Mas jarang menanyakan kabar maupun perkembangan penulisan skripsi ini, tetapi penulis mengetahui kalau Mba dan Mas selalu berdoa untuk kesuksesan penulis dan selalu menunggu penulis (*especially* buah tangannya) untuk berkumpul lagi di rumah.
8. Untuk yang spesial Riska Putri Ifita Rachma yang telah memberikan kasih sayang, perhatian, dukungan maupun doa serta semangat yang begitu tidak terbendung dengan segala kesabarannya.
9. Teman-teman *Management Squad 2007* Terima kasih telah memberikan banyak kenangan yang sangat membekas terutama untuk Leli, Candra, Deded dan Helda (terima kasih untuk diskusinya sehingga memberikan banyak masukan bagi penulisan skripsi ini), Rino (*software* SPSS-nya), Dimas B.F (Terima kasih atas buku pedomannya), Sueb yang sudah bersedia memberikan kelancaran dalam pengisian KRS, *special thanks to* Ardian Ganang dan Arum Aulianifa serta seluruh mahasiswa jurusan manajemen angkatan 2007. *“I know we’re The Best Manager in the World with believing in GOD and yourself, then Prove it, Guys!! i’ll be missing you”*.

10. Teman-teman *ex- Kost* Kusumawardhani VI K.6, Danu, Dimas, Alam dan Riza Al-jihad kalian memberikan suasana kekeluargaan yang berarti bagi penulis.
11. Kepada semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu hingga terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih banyak kekurangan yang disebabkan keterbatasan pengetahuan serta pengalaman penulis. Oleh karena itu, penulis mengharapkan adanya kritik dan saran membangun dari semua pihak. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini bisa bermanfaat bagi berbagai pihak.

Semarang, 28 Februari 2011

Bramantyo Arief

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....	iv
HALAMAN MOTTO/PESAN	v
ABSTRAK.....	vi
<i>ABSTRACT</i>	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan masalah.....	20
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	21
1.3.1 Tujuan Penelitian	21
1.3.2 Manfaat Penelitian	22
1.4 Sistematika Penulisan	22
BAB II TELAAH PUSTAKA	24
2.1 Telaah Pustaka	24
2.1.1 Struktur Modal	24
2.1.1.1 <i>Pecking Order Theory</i>	33
2.1.1.2 <i>Agency Theory</i>	35
2.1.1.3 <i>Signaling Theory</i>	36
2.1.1.4 <i>Trade-Off Theory</i>	36
2.1.1.5 Teori Modigliani-Miller.....	37
2.1.2 <i>Financial Leverage</i>	38
2.1.3 Profitabilitas	39
2.1.4 Asset Structure	40
2.1.5 Ukuran Perusahaan	41
2.1.6 Kesempatan Bertumbuh.....	42
2.1.7 Pengaruh variabel Independen dengan Variabel Dependennya	44
2.1.7.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap <i>Financial Leverage</i>	44
2.1.7.2 Pengaruh <i>Asset Structure</i> Terhadap <i>Financial Leverage</i>	45
2.1.7.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap <i>Financial Leverage</i>	46
2.1.7.4 Pengaruh Kesempatan Bertumbuh Terhadap <i>Financial Leverage</i>	47
2.2 Penelitian Terdahulu	49
2.3 Kerangka Pemikiran.....	68
2.4 Hipotesis.....	73

BAB III METODE PENELITIAN	75
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	75
3.2 Populasi dan Penentuan Sampel.....	81
3.3 Jenis dan Sumber Data	82
3.4 Metode Pengumpulan Data	82
3.5 Metode Analisis	83
3.5.1 Uji Penyimpangan Asumsi Klasik	84
3.5.2 Pengujian Hipotesis.....	88
3.5.2.1 Uji Hipotesis Secara Parsial (Uji T)	88
3.5.2.2 Uji F (Goodness of Fit Model)	89
3.5.3 Uji Derajat Determinasi	90
BAB IV HASIL DAN ANALISIS	92
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	92
4.1.1 Klasifikasi Sampel Berdasarkan Bidang Usaha	93
4.1.2 Klasifikasi Sampel Berdasarkan Total Aset	94
4.1.3 Klasifikasi Sampel Berdasarkan Total Hutang.....	94
4.1.4 Klasifikasi Sampel Berdasarkan Total Modal Sendiri	95
4.2 Analisis Data.....	96
4.2.1 Statistik Deskriptif.....	96
4.2.2 Pengujian Asumsi Klasik.....	100
4.2.3 Analisis Regresi Berganda.....	109
4.2.4 Uji Statistik F (<i>Goodness of Fit Model</i>)	110
4.2.5 Uji Derajat Determinasi.....	112
4.2.6 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik T)	112
BAB V PENUTUP	121
5.1 Kesimpulan	121
5.2 Keterbatasan Penelitian	123
5.3 Saran	123
DAFTAR PUSTAKA	125
LAMPIRAN-LAMPIRAN	129

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Debt to Equity Ratio Perusahaan Sampel	11
Tabel 1.2 Rata-rata Variabel Independen Perusahaan Sampel	14
Tabel 2.1 Matriks Penelitian Terdahulu.....	59
Tabel 3.1 Ringkasan Varabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	80
Tabel 3.2 Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi	87
Tabel 4.1 Data Perusahaan Sampel Berdasarkan Bidang Usaha	93
Tabel 4.2 Klasifikasi Sampel Berdasarkan Total Aset	94
Tabel 4.3 Klasifikasi Sampel Berdasarkan Total Hutang.....	95
Tabel 4.4 Klasifikasi Sampel Berdasarkan Total Modal Sendiri.....	96
Tabel 4.5 Hasil Statistik Deskriptif.....	97
Tabel 4.6 Hasil Uji Normalitas III	102
Tabel 4.7 Pengujian Multikolinearitas dengan Tolerance dan VIF	103
Tabel 4.8 Hasil Besaran Korelasi Antar Variabel Independen	104
Tabel 4.9 Hasil Uji Autokorelasi Durbin-Watson	107
Tabel 4.10 Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi Durbin-Watson	107
Tabel 4.11 Hasil Uji <i>Runs Test</i>	108
Tabel 4.12 Hasil Regresi Berganda	109
Tabel 4.13 Hasil Uji F	111
Tabel 4.14 Hasil Uji Derajat Determinasi.....	112
Tabel 4.15 Hasil Uji T	113

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	73
Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas I	101
Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas II	101
Gambar 4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas	106

DATA LAMPIRAN

Lampiran A Data Sampel Penelitian Tahun 2006-2009	129
Lampiran B Data Output SPSS 17.0 Sampel Perusahaan.....	133

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Suatu perusahaan untuk menjalankan sistemnya harus memperhatikan dua unsur keputusan, yaitu *investment decision* dan *financing decision*. *Investment decision* adalah keputusan yang diambil perusahaan dalam operasionalnya untuk mendapatkan keuntungan yang optimal, biasanya perusahaan menanamkan investasinya pada suatu proyek yang mempunyai prospek menjanjikan juga dengan mengamati periode dari investasi tersebut, sehingga tingkat likuiditas perusahaan juga pada tingkat yang optimal. Sedangkan *financing decision* adalah keputusan yang dibuat perusahaan dalam mendapatkan pendanaannya yang berkaitan dengan komposisi utang, saham preferen dan saham biasa, melalui pertimbangan dari biaya dana tersebut dan jangka waktu dari dana tersebut (Husnan, 1998). *Financing decision* harus dibuat untuk mendukung adanya *investment decision* perusahaan, tujuannya adalah rencana investasi yang dibuat oleh perusahaan akan dapat membentuk suatu struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal, sehingga dapat memaksimalkan usaha dalam mencapai salah satu tujuan perusahaan yaitu kemakmuran dan kesejahteraan pemegang saham. Namun perbedaan karakteristik antar perusahaan menyulitkan perusahaan untuk menetapkan struktur modal yang ideal bagi perusahaan tersebut.

Financing decision penting untuk mendukung adanya keputusan investasi perusahaan dengan melibatkan pengambilan keputusan mengenai sumber-sumber dana yang akan dipilih untuk dimanfaatkan oleh perusahaan. Sumber dana yang

dapat dimanfaatkan perusahaan meliputi sumber dana internal dan eksternal. Sumber dana internal dapat berasal dari laba yang ditahan sedangkan sumber dana eksternal dapat berupa hutang dan penerbitan saham.

Keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen, apakah menggunakan modal sendiri atau hutang menjadi tidak relevan bila apapun sumber dana yang digunakan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal inilah yang ditekankan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958. Asumsi yang melandasi pernyataan tersebut antara lain pasar yang sempurna, tidak ada biaya transaksi dan tidak ada biaya pajak. Dalam perkembangan selanjutnya Modigliani dan Miller memasukkan unsur pajak. Dengan adanya pajak penggunaan hutang akan memberikan manfaat dalam peningkatan nilai perusahaan atau menurunkan biaya modal.

Berdasarkan pendekatan Modigliani dan Miller (dalam Karadeniz *et al*, 2009), besarnya nilai perusahaan tergantung pada besarnya penggunaan hutang dalam struktur modal. Semakin besar penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka akan semakin besar pula nilai perusahaan. Namun sampai pada titik tertentu manfaat penggunaan hutang berupa penghematan pajak justru lebih kecil dibandingkan biaya yang dikeluarkan. Tingkat kenaikan biaya akan semakin besar setelah proporsi hutang tertentu. Dengan demikian terdapat *trade-off* antara manfaat dan biaya dari penggunaan hutang. Saat keduanya ada pada 1 titik keseimbangan, saat itulah struktur modal yang optimal tercapai. Hal inilah yang disebut *trade-off theory*.

Model lain yang membahas mengenai struktur modal adalah teori *pecking order*. Teori yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984 (dalam SEN dan Eda, 2008) ini menjelaskan urutan prioritas para manajer dalam menentukan sumber pendanaannya. Preferensi manajer dinyatakan dalam urutan sumber pendanaan yang dimulai dari pendanaan internal sebagai sumber utama. Pilihan prioritas berikutnya adalah hutang, dan yang terakhir berupa penerbitan saham. Salah satu faktor yang mendorong manajer untuk menerapkan teori *pecking order* dalam menentukan struktur modalnya adalah perbedaan informasi tentang nilai dan investasi perusahaan yang sebenarnya dengan investasi luar yang hanya bisa memperkirakan nilai-nilai tersebut.

Perusahaan baik dalam masa ekspansi usahanya maupun membiayai operasional, tidak terlepas dari penggunaan hutang. Dari penggunaan hutang itulah, biasanya selaku yang meminjamkan uang mengenakan suatu tingkatan persentase tambahan dari nilai pokok hutang tersebut, sehingga perusahaan ataupun perbankan yang berlandaskan hukum syariah islam menjadikan hal tersebut suatu pertimbangan dalam keputusan pendanaan. Di Indonesia bertahun-tahun sudah transaksi ekonomi berdasarkan sistem ribawi (konvensional) menguasai sistem perekonomian di Indonesia bahkan sistem perekonomian dunia. Dengan beragam produknya sistem konvensional mendominasi aktifitas perekonomian umat manusia.

Sementara itu, pandangan umat Islam terhadap hubungan antar manusia dalam ajaran agama Islam dapat meyakini bahwa hidup di dunia berhubungan dengan tiga pihak yaitu dengan Sang Pencipta (Allah SWT), dengan sesama

manusia (muamalah) dan dengan alam sekitar, dimana hubungan tersebut harus seimbang serta *kaffah* (sempurna) seperti yang tercantum dalam Al-Qur'an . Salah satunya hubungan yang bersifat ekonomis, termasuk bagaimana seseorang berjual-beli atau bertransaksi dengan pihak lain.

Syariat Islam memandang bahwa transaksi ekonomi antar manusia harus terbebas dari riba, karena riba menurut pandangan syariat Islam sebagai dosa yang sangat besar (hadist, Al-Qur'an Ar-Rum:39, An-Nisa: 160-161 dan Ali-Imran:130 serta Al-Baqarah:275-280). Karena itu umat Islam diwajibkan untuk melaksanakan ajaran tentang haramnya riba dengan meninggalkan segala sesuatu yang berbau riba. Riba menurut definisinya bermakna tambahan (*ziyadah*) atau pengambilan tambahan atas transaksi jual beli maupun pinjam meminjam secara bathil atau bertentangan prinsip muamalah dalam Islam (Muhammad Syafi'i Antonio:2001).

Di Indonesia yang mayoritas penduduknya memeluk agama Islam lebih dari 80% dengan pertumbuhan rata-rata sekitar 15% per tahun dan merupakan Negara dengan penduduk Islam terbesar di dunia, dimulainya sistem syariah diawali dengan terbentuknya bank syariah baru yang secara resmi berdiri tahun 1991 setelah sebelumnya banyak bank konvensional bermunculan sebagai akibat Paket Oktober (Pakto) 88 dan indeks saham emiten syariah baru dikembangkan pada Juli tahun 2000 (Muhammad Syafi'i Antonio, 2001:25).

Untuk memberikan *back up* terhadap bank syariah maka keluarlah undang-undang No. 7/1992 tentang perbankan dimana perbankan bagi hasil mulai direkomendasi. Pendirian Bank Muamalat Indonesia diikuti oleh pendirian Bank

Perkreditan Rakyat Syariah (BPRS) dan Baitul Mal wa Tamwil (BMT). Dengan diundangkannya UU No. 10/1998 tentang perubahan UU No. 7/1992 tentang perbankan dan PP No. 72/1992 maka sistem perbankan syariah ditempatkan sebagai bagian dari sistem perbankan nasional (Muhammad Syafi'i Antonio, 2001:26).

Dalam pemberian hutang terdapat dua pola dalam pembayaran hutang pada saat jatuh temponya, yaitu sistem bunga yang sampai sekarang diterapkan oleh perusahaan konvensional dan sistem bagi hasil yang mulai diterapkan di Indonesia dalam perusahaan yang berprinsip syariah. Sistem ekonomi Islam tumbuh karena pola bagi hasil yang diterapkannya. Sistem ini lebih unggul bila dibandingkan dengan sistem bunga konvensional. Pada sistem yang berdasarkan atas prinsip bagi hasil (*profit and loss sharing*) dan berbagi risiko (*risk sharing*). Sistem ini diyakini oleh para ulama sebagai jalan keluar untuk menghindari penerimaan dan pembayaran bunga (riba). Jadi dalam operasinya perusahaan melakukan kemitraan dengan pengusaha dan meminjamkan dana, tanpa memungut bunga, tetapi memperoleh bagi hasil dan bagi risiko dengan perusahaan jika tidak memperoleh keuntungan, karena bank dapat merugi dan tidak memperoleh hasil tetap dan pasti.

Seiring berjalannya waktu Majelis Ulama Indonesia (MUI) mengeluarkan Fatwa. Dengan Surat Keputusan MUI no Kep-98/MUI/2001 tanggal 30 Maret 2001 telah membentuk Dewan Syariah Nasional (DSN) telah mengeluarkan 39 fatwa diantaranya fatwa 01, 02, dan 03/DSN-MUI/IV/2000 tanggal 1 April 2000 yang dengan tegas menyatakan bahwa giro, tabungan dan deposito berdasarkan

bunga (*interest*) yang dikeluarkan pada bank, asuransi, pasar modal, pegadaian, koperasi, dan lembaga keuangan lainnya maupun individu termasuk salah satu bentuk riba (*riba nasi'ah*) dan hukumnya haram.

Indonesian Stock Exchange (n.d) mengatakan bahwa dalam mendukung peraturan maupun fatwa dari pemerintah dan ulama, maka dikembangkanlah salah satu indeks saham yang ada di Indonesia yang menghitung indeks harga rata-rata saham untuk jenis saham-saham yang memenuhi kriteria syariah, yaitu *Jakarta Islamic Index* atau biasa disebut JII. Pembentukan JII tidak lepas dari kerja sama antara Pasar Modal Indonesia (dalam hal ini PT Bursa Efek Jakarta) dengan PT Danareksa Investment Management (PT DIM). JII telah dikembangkan sejak tanggal 3 Juli 2000. Pembentukan instrumen syariah ini untuk mendukung pembentukan Pasar Modal Syariah yang kemudian diluncurkan di Jakarta pada tanggal 14 Maret 2003. Mekanisme Pasar Modal Syariah meniru pola serupa di Malaysia yang digabungkan dengan bursa konvensional seperti Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya. Setiap periodenya, saham yang masuk JII berjumlah 30 saham yang memenuhi kriteria syariah. JII menggunakan hari dasar tanggal 1 Januari 1995 dengan nilai dasar 100.

Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di bursa efek. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII

menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal.

Emiten syariah dalam sistem pendanaannya berupa hutang harus mempertimbangkan syarat-syarat yang diberikan oleh kreditur yang meminjamkan dana berupa hutang tersebut, biasanya kebijakan hutang tersebut disertai oleh bunga dan dalam prinsip syariah penggunaan bunga baik pembiayaan maupun penghimpunan dananya tidak sesuai dengan prinsip syariah.

Struktur modal perusahaan memiliki beberapa komponen yaitu (Riyanto, 2001) :

1. Hutang Jangka Panjang

Jumlah hutang, baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang di dalam neraca akan menunjukkan besarnya modal pinjaman yang digunakan dalam operasi perusahaan. Pada umumnya pinjaman jangka panjang jauh lebih besar dibandingkan dengan hutang jangka pendek.

Waktu jatuh tempo hutang jangka panjang pada umumnya lebih dari 1 tahun, biasanya 5 sampai 20 tahun. Pinjaman hutang jangka panjang dapat berupa pinjaman berjangka (pinjaman yang digunakan untuk membiayai kebutuhan modal kerja permanen, untuk melunasi hutang lain, atau membeli mesin dan peralatan) dan penerbitan obligasi.

Mengukur besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai oleh kreditur (*debt ratio*) dilakukan dengan cara membagi total hutang jangka panjang dengan

total aset. Semakin tinggi *debt ratio*, semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan di dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

Beberapa hal yang menjadi pertimbangan manajemen sehingga memilih untuk menggunakan hutang adalah berikut:

- 1) Biaya hutang terbatas, walaupun perusahaan memperoleh laba besar, jumlah bunga yang dibayarkan besarnya tetap.
- 2) Hasil yang diharapkan lebih rendah daripada saham biasa.
- 3) Tidak ada perubahan pengendalian atas perusahaan bila pembiayaan memakai hutang.
- 4) Pembayaran bunga merupakan beban biaya yang dapat mengurangi pajak

2. Modal Sendiri

Berkaitan dengan besarnya risiko yang ditanggung perusahaan apabila menggunakan hutang sebagai sumber pendanannya, maka perusahaan seringkali menitikberatkan susunan modalnya dengan penggunaan modal sendiri.

Keuntungan dari memiliki saham perusahaan bagi pemilik adalah kontrol terhadap perusahaan. Namun, *return* yang dihasilkan dari saham tidak pasti dan pemegang saham adalah pihak pertama yang menanggung risiko perusahaan. Dua hal tersebut merupakan *opportunity cost* atas modal sendiri. Modal sendiri atau ekuitas merupakan modal jangka panjang yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham. Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas sedangkan modal

pinjaman memiliki jatuh tempo. Ada 2 (dua) sumber utama dari modal saham yaitu:

a. Modal saham preferen

Saham preferen memberikan para pemegang sahamnya beberapa hak istimewa yang menjadikannya lebih diprioritaskan daripada pemegang saham biasa. Oleh karena itu, perusahaan tidak memberikan saham preferen dalam jumlah yang banyak.

b. Modal saham biasa

Pemilik perusahaan adalah pemegang saham biasa yang menginvestasikan uangnya dengan harapan mendapat pengembalian dimasa yang akan datang. Pemegang saham biasa kadang-kadang disebut pemilik residual, sebab mereka hanya menerima sisa setelah seluruh tuntutan atas pendapatan dan asset telah dipenuhi.

3. Laba ditahan

Modal internal perusahaan didapat salah satunya dari laba yang ditahan yaitu keuntungan yang diperoleh perusahaan yang ditahan (tidak dibayarkan sebagai dividen), apabila kegunaannya belum ditentukan oleh perusahaan.

Dari keterangan struktur modal yang digunakan pada perusahaan diatas, hutang menjadi suatu permasalahan utama terhadap sistem pendanaan perusahaan, karena pada dasarnya perusahaan yang berdasarkan prinsip syariah pun juga meminjam dana kepada bank atau kreditur yang pada umumnya sistem pengembaliannya berdasarkan kepada tingkat bunga yang sudah ditetapkan pada saat meminjam.

Salah satu kriteria dari struktur modal yang optimal, dapat diketahui dengan mengukur rasio total hutang terhadap Modal sendiri atau yang biasa disebut rasio *Debt to Equity* (DER). Dalam hal ini terdapat beberapa pendapat mengenai penggunaan hutang dalam struktur modal yang optimal. Weston dan Copeland (1996) menyatakan bahwa penggunaan hutang yang optimal pada suatu perusahaan perbandingannya dengan total ekuitas tidak lebih dari 1, artinya penggunaan hutang tersebut tidak lebih dari penggunaan ekuitas dalam struktur modalnya yang digunakan dalam aktivitas perusahaan.

Hal ini juga berkaitan dengan DER yang dapat digunakan untuk menghitung tingkat risiko permodalan perusahaan, karena apabila jumlah hutang perusahaan lebih besar daripada jumlah modal sendirinya (*Equity*) maka perusahaan akan menanggung risiko yang tinggi pula. Karena perusahaan akan menanggung biaya dan beban modal perusahaan yang besar juga risiko yang ditanggung juga akan meningkat apabila investasi perusahaan tidak menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal. Hal ini didukung oleh Riyanto (2001: 294) mengatakan bahwa struktur modal yang optimal yaitu perusahaan tidak boleh memiliki jumlah hutang yang lebih besar daripada jumlah modal sendiri atau dengan kata lain *Debt Equity Ratio* tidak boleh lebih besar dari 50% sehingga hutang tidak lebih besar dari modal sendiri yang dapat mengakibatkan tingkat risiko yang ditanggung perusahaan akan lebih besar. Sedangkan berdasarkan data empiris yang ada tidak sesuai dengan teori struktur modal yang optimal yang tercermin dalam tabel 1.1 berikut ini.

Tabel 1.1
Debt to Equity Ratio Sampel Emiten Syariah yang terdaftar pada JII
Periode 2006-2009

No	Nama perusahaan	<i>Debt to Equity Ratio</i>				Rata-rata
		2006	2007	2008	2009	
1	Adhi Karya (Persero), Tbk	5,50	7,13	7,75	6,69	6,77
2	Bumi Resources Tbk	5,95	1,26	2,02	3,95	3,30
3	Indofood Sukses Makmur Tbk	2,13	2,62	3,11	2,45	2,58
4	Medco Energy International Tbk	2,21	2,85	1,68	1,85	2,15
5	Astra International Tbk	1,41	1,17	1,21	1,00	1,20
6	Bakrie Sumatra Plantations Tbk	1,78	0,81	0,90	0,90	1,10
7	Unilever Indonesia Tbk	0,95	0,98	1,10	1,02	1,01
8	Bakrie Telecom Tbk	0,48	1,49	0,68	1,27	0,98
9	Ciputra Development Tbk	0,46	0,34	0,38	0,34	0,38
10	Kalbe Farma Tbk	0,36	0,33	0,38	0,39	0,37
11	International Nickel Indonesia Tbk	0,26	0,36	0,21	0,29	0,28
12	Astra Agro Lestari, Tbk	0,24	0,28	0,23	0,18	0,23
	Rata-rata	1,81	1,64	1,64	1,69	1,67

Sumber : *Indonesia Capital Market Directory & Indonesian Stock Exchange*

Berdasarkan tabel 1.1 menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki struktur modal optimal melalui perhitungan rasio *Debt to Equity* yang merupakan cerminan penggunaan hutang suatu perusahaan dalam membiayai kegiatan operasionalnya, yaitu perusahaan yang menggunakan hutang tidak lebih dari

modal sendiri perusahaan tersebut, atau perbandingannya kurang dari sama dengan 1, perusahaan tersebut dianggap mempunyai struktur modal yang optimal.

Dari data diatas perusahaan yang mempunyai DER lebih dari 1 antara lain Adhi Karya (Persero) Tbk, Bumi Resources Tbk, Medco Energy International Tbk, Indofood Sukses Makmur Tbk, Astra International Tbk, Bakrie Sumatra Plantations Tbk, Unilever Indonesia Tbk. Adapun perusahaan yang memiliki DER yang jauh dari modal sendirinya yaitu Adhi Karya (Persero) Tbk, Bumi Resources Tbk, Medco Energy International Tbk, Indofood Sukses Makmur Tbk , dan sampel penelitian yang mempunyai DER yang lebih dari 1 tetapi masih dalam rata-rata yang wajar karena pada kenyataannya jarang terdapat perusahaan yang mempunyai tingkat hutang sama dengan modal sendirinya atau apabila diukur melalui DER maka perbandingannya sama dengan 1,oleh karena itu diambil beberapa sampel penelitian yang memiliki perbandingan total hutang tidak terlalu jauh dengan modal sendirinya, yaitu Astra International Tbk, Bakrie Sumatra Plantations Tbk dan Unilever Indonesia Tbk. Komposisi hutang dalam perusahaan-perusahaan tersebut lebih besar dari pada total ekuitas yang dimiliki perusahaan. Jadi menurut teori struktur modal yang optimal, perusahaan-perusahaan ini mempunyai struktur modal yang tidak optimal, yang berarti juga biaya modal yang besar sebanding dengan risiko yang dihadapi. Sementara itu kebanyakan investor lebih tertarik menanamkan modalnya ke dalam bentuk investasi pada perusahaan yang mempunyai DER tertentu yang besarnya kurang dari 1. Karena jika DER lebih besar dari 1 berarti risiko yang ditanggung oleh investor menjadi meningkat.

Sebaliknya, untuk perusahaan yang mempunyai DER kurang dari 1 maka menurut teori struktur modal dianggap optimal. Dalam data tabel diatas, dapat dilihat beberapa perusahaan yang mempunyai rasio penggunaan hutangnya tidak lebih dari penggunaan ekuitas, perusahaan tersebut antara lain, Bakrie Telecom Tbk, Kalbe Farma Tbk, International Nickel Indonesia Tbk, Astra Agro Lestari Tbk, Ciputra Development Tbk.

Menurut Bambang Riyanto (2001:297) ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, antara lain : tingkat bunga, stabilitas dari pendapatan, susunan dari aktiva, kadar risiko dari aktiva, besarnya jumlah modal yang dibutuhkan, keadaan pasar modal, sifat manajemen dan besarnya suatu perusahaan (*size*).

Dalam penelitian ini tidak akan dibahas semua faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, hanya beberapa faktor yang akan dibahas pada penelitian ini yaitu antara lain : kemampulabaan (*profitability*), ukuran perusahaan (*size*), struktur aset (*assets structure*) dan kesempatan bertumbuh (*growth opportunity*) perkembangan data penelitian tersebut dapat dilihat pada tabel 1.2 berikut ini :

Tabel 1.2
Rata-rata Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset dan Kesempatan Bertumbuh Pada Emiten Syariah yang Terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII) Periode Tahun 2006-2009

Variabel	Rata-rata			
	2006	2007	2008	2009
Profitabilitas (%)	17,39	24,98	20,52	15,00
Ukuran Perusahaan (ln)	15,78	15,90	16,16	16,04
Struktur Aset (X)	0,30	0,31	0,22	0,26
Kesempatan Bertumbuh (X)	4,95	6,42	2,54	4,06
<i>Debt to Equity Ratio</i> (X)	1,81	1,64	1,638	1,69

Sumber : Data Sekunder yang diolah

Dari Tabel 1.2 dapat diketahui bahwa rata-rata faktor yang mempengaruhi struktur modal menunjukkan hasil yang masih fluktuatif, hal ini kemudian menjadi fenomena *gap*. Fenomena empiris dalam penelitian ini didasarkan pada inkonsistensi data, dimana berdasarkan tabel 1.2 menunjukkan bahwa kesempatan bertumbuh dan struktur aset pada tahun 2006-2007 dan pada tahun 2007-2008 menunjukkan fenomena yang berbanding terbalik dengan DER dan membentuk hubungan negatif, tetapi tidak demikian pada tahun 2008-2009 yang menunjukkan fenomena yang searah dan membentuk hubungan positif. Sedangkan profitabilitas selama periode penelitian yaitu 2006-2009 menunjukkan fenomena yang berbanding terbalik dengan DER dan membentuk hubungan yang negatif, dimana pada saat profitabilitas meningkat justru tingkat DER rata-rata perusahaan menurun, begitu juga pada tahun 2007-2008 pada saat profitabilitas menurun,

tingkat DER perusahaan meningkat. Terlihat juga pada faktor ukuran perusahaan yang dari periode tahun 2006-2009 menunjukkan hubungan yang tidak konsisten maka perlu diuji pengaruh dari keempat variabel independen (profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aset dan kesempatan bertumbuh) dalam mempengaruhi struktur modal (*debt to equity ratio*) pada emiten syariah yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* periode 2006-2009.

Profitabilitas merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi tingkat hutang perusahaan, menurut penelitian yang dilakukan Viviani (2008) profitabilitas ditemukan berhubungan negatif dengan hutang sehingga sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang menyatakan profitabilitas berhubungan negatif terhadap *financial leverage*, yang artinya semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin kecil keputusan pendanaan melalui hutang. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (SEN dan Eda, 2008) dimana perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil dan memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal, yaitu dengan laba ditahan. Hasil ini didukung oleh Sutapa *et al* (2007) dan Karadeniz *et al* (2009). Sedangkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Al-Ajmi *et al* (2009) menunjukkan hasil yang berlawanan, yaitu bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap penggunaan hutang perusahaan, sehingga peningkatan profitabilitas akan membawa dampak pada hutang yang semakin meningkat pula. Pendapat dari Mutamminah (2003) juga mendukung hubungan positif antara profitabilitas dengan penggunaan hutang, karena dapat dengan mudah untuk

membayar pinjamannya dan perusahaan mempunyai akses bagus terhadap alternatif sumber pendanaan. Pendapat lainnya yang mendukung hubungan positif antara profitabilitas dengan DER adalah Gilchrist and Himmelberg (1995) dan Kaplan dan Zingales (dalam Frank dan Goyal, 2003), yang menyatakan bahwa profitabilitas yang didapat perusahaan bisa diasumsikan sebagai kesempatan bertumbuh perusahaan, sehingga perusahaan berusaha untuk memaksimalkan dengan menggunakan hutang.

Asset Structure memiliki keterkaitan dengan *financial leverage*, menurut penelitian yang dilakukan oleh Viviani (2008) struktur aset yang diproksikan dengan penggunaan aktiva tetap mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat *leverage*, perusahaan yang mempunyai aktiva tetap yang besar mencerminkan bahwa tingkat likuidasi perusahaan tersebut juga besar. Dengan menjadikan asetnya sebagai jaminan, perusahaan lebih mudah dalam mendapatkan hutang pada bank, karena bank mempunyai interpretasi bahwa aktiva tetap tersebut sebagai garansi. Hasil penelitian ini didukung oleh (Frank and Goyal, 2002; Qian *et al*, 2007). Sebaliknya, pada penelitian yang dilakukan oleh SEN dan Eda (2007) menyatakan struktur aktiva mempunyai keterkaitan negatif terhadap *financial leverage*, karena permasalahan utama teori *pecking order* adalah informasi yang tidak simetrik dan struktur aktiva merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya masalah ini. Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya jadi lebih mudah. Sehingga, permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat dan lebih

memilih untuk menerbitkan saham. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Karadeniz *et al* (2009) dan Daskalakis dan Psillaki (2005) yang mengatakan bahwa struktur aktiva mempunyai hubungan negatif dengan hutang jangka pendek.

Ukuran perusahaan mempunyai keterkaitan dengan *financial leverage*, menurut penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (2002), Sutapa dkk (2006) dan Al-Ajmi, Hameeda dan Nadhem (2009) dimana *pecking order theory* memprediksi perusahaan dengan volatilitas arus kas bersih memiliki tingkat *leverage* yang lebih kecil, volatilitas dapat dilihat dari ukuran perusahaan dimana semakin besar perusahaan maka semakin kecil volatilitas arus kasnya. Perusahaan besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan dan pada gilirannya akan meningkatkan kapasitas hutang ketika ukuran perusahaan yang diprosikan dengan total aset yang dimiliki semakin besar maka perusahaan dapat dengan mudah untuk mendapatkan pinjaman, dengan asumsi bahwa pemberi pinjaman (kreditor) percaya bahwa perusahaan mempunyai tingkat likuiditas yang cukup. Oleh karena itu, terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan *financial leverage*. Lebih lanjut lagi, perusahaan yang lebih kecil mempunyai rasio penggunaan hutang yang kecil pula, hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang memilih untuk menggunakan dana internalnya karena perusahaan kecil mempunyai kecenderungan untuk terlikuidasi ketika mereka berada pada *financial distress* (Daskalakis dan Psillaki, 2005). Di lain pihak, penelitian yang dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan penggunaan hutang,

ini disebabkan perusahaan yang lebih besar mempunyai struktur yang lebih kompleks. Hal ini menyebabkan informasi yang tidak simetris berkurang sehingga perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan menerbitkan saham daripada menggunakan hutang.

Fama dan French (2002) menguji variabel-variabel profitabilitas, kesempatan bertumbuh serta volatilitas arus kas bersih untuk diteliti pengaruhnya terhadap hutang dan dividen. Hubungan negatif antara profitabilitas dan kesempatan bertumbuh terhadap hutang, dan hubungan positif antara ukuran perusahaan sebagai proksi volatilitas dengan hutang sesuai dengan teori *pecking order*.

Kesempatan bertumbuh merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan. Menurut penelitian Al-Ajmi *et al* (2009) kesempatan bertumbuh mempunyai hubungan positif dengan *financial leverage* karena secara kontemporer masih memiliki investasi yang terlalu rendah, sehingga untuk sementara memiliki tingkat *leverage* yang rendah hasil ini didukung oleh Viviani (2008). Penelitian lain yang mendukung hubungan positif antara kesempatan bertumbuh perusahaan terhadap penggunaan hutang berdasarkan teori *pecking order* adalah penelitian dari Qian *et al* (2007) karena kesempatan bertumbuh perusahaan dapat dilihat dari *market to book ratio* yang mencerminkan posisi harga pasar saham terhadap nilai bukunya, apabila perusahaan berada pada posisi *undervalued* maka perusahaan berada pada posisi kesempatan bertumbuh yang baik, sehingga perusahaan akan mengoptimalkan kondisi tersebut dengan penggunaan hutang. Sebaliknya,

Harjanti dan Eduardus (2007) menggunakan variabel yang mewakili teori *trade-off* dan *pecking order* dimana ditemukan hasil yang berbeda untuk rasio-rasio hutang yang digunakan. Tidak terdapat kesimpulan umum yang diambil mengenai dukungan atau penolakan terhadap teori *trade-off* atau *pecking order*. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Darminto dan Adler (2008). Sementara penelitian yang dilakukan oleh Moh'd *et al* (1998) menyatakan hubungan negatif antara kesempatan bertumbuh dengan rasio hutang, karena pada saat perusahaan berada pada keadaan *undervalued*, perusahaan dihadapkan pada *financial distress* sehingga dalam hal tersebut perusahaan lebih memilih untuk tidak menambah hutangnya.

Dari beberapa penelitian terdahulu diatas terjadi perbedaan hasil penelitian (*research gap*) mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal. Penelitian ini mencoba untuk mengetahui faktor-faktor apakah yang berpengaruh terhadap struktur modal emiten syariah yang terdaftar di Jakarta *Islamic Index* periode 2006-2009. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan, dan kesempatan bertumbuh diuji pengaruhnya terhadap struktur modal yang diproksikan dengan penggunaan hutang.

Berdasarkan uraian keterkaitan antara variabel-variabel diatas serta perbandingan antara data faktual dengan teori yang tersedia, maka penelitian ini mengambil judul “*Analisis Pengujian Teori Pecking Order Melalui Keterkaitan Profitabilitas, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan dan Kesempatan bertumbuh*

Terhadap Financial Leverage pada Emiten Syariah di Jakarta Islamic Index periode 2006-2009”.

1.2 Perumusan Masalah

Perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya, membutuhkan dana dan pemenuhan dana tersebut dapat berasal dari dana internal maupun dana eksternal. Pada emiten syariah pada umumnya menggunakan hutang yang relatif kecil karena biasanya penggunaan hutang tersebut akan dikenakan bunga, dan hal tersebut tidak sesuai dengan prinsip syariah melalui pertimbangan struktur modal yang optimal pula. Permasalahan yang menjadi latar belakang dilakukannya penelitian ini adalah adanya temuan fenomena hasil empiris yang menunjukkan bahwa terdapat inkonsistensi arah kenaikan atau penurunan dari data-data penelitian yang ditunjukkan pada tabel 1.2 dan adanya kesenjangan dari beberapa penelitian.

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mencari faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yang diukur melalui DER (*financial leverage*) antara lain tingkat pertumbuhan, pajak, profitabilitas, struktur aktiva, risiko bisnis, ukuran perusahaan, sikap manajer, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, fleksibilitas keuangan dan lain sebagainya. Namun hanya variabel kemampulabaan (*profitability*), ukuran perusahaan (*size*), struktur aktiva (*assets structure*) dan kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*) yang digunakan dalam penelitian ini karena terjadi perbedaan pengaruh (*research gap*) antara peneliti satu dengan yang lainnya. Berdasarkan penelitian sebelumnya,

fenomena *gap*, dan inkonsistensi data tersebut maka dapat diajukan pertanyaan penelitian (*research question*) sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap *financial leverage* melalui pengujian teori *pecking order* pada emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2006-2009?
2. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap *financial leverage* melalui pengujian teori *pecking order* pada emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2006-2009?
3. Bagaimana pengaruh struktur aset terhadap *financial leverage* melalui pengujian teori *pecking order* pada emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2006-2009?
4. Bagaimana pengaruh kesempatan bertumbuh terhadap *financial leverage* melalui pengujian teori *pecking order* pada emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2006-2009?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Sejalan dengan perumusan masalah yang telah diungkapkan, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis pengaruh Profitabilitas terhadap *financial leverage* pada Emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2006-2009.
2. Untuk menganalisis pengaruh *Asset Structure* terhadap *financial leverage* pada Emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2006-2009.

3. Untuk menganalisis pengaruh Kesempatan bertumbuh terhadap *financial leverage* pada Emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2006-2009.
4. Untuk menganalisis pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *financial leverage* pada Emiten syariah di *Jakarta Islamic Index* pada periode 2006-2009.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Bagi Perusahaan :

Pengujian teori *pecking order* melalui profitabilitas, struktur aset, kesempatan bertumbuh dan ukuran perusahaan dapat dijadikan sebagai referensi terutama para praktisi berkaitan dengan pertimbangan perusahaan dalam mengambil keputusan investasi juga keputusan pendanaan yang memprioritaskan lebih kepada pendanaan internal (pertama), pendanaan eksternal berupa hutang (kedua) dan pendanaan eksternal berupa *equity* (ketiga) sehingga dapat memaksimalkan pencapaian salah satu tujuan perusahaan yaitu kemakmuran dan kesejahteraan pemegang saham.

Bagi Pembaca :

1. Mengenal lebih jauh teori *pecking order* dan faktor-faktor yang mempengaruhinya dalam mengambil keputusan pendanaan.
2. Membantu pembaca dalam penyusunan penelitian selanjutnya yang berhubungan dengan teori *pecking order*.

1.4 Sistematika Penulisan

BAB I Pendahuluan

Bab ini menguraikan tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan manfaat kegiatan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II Telaah Pustaka

Pada bab ini akan diuraikan tentang struktur modal, profitabilitas, *Asset Structure*, ukuran perusahaan, kesempatan bertumbuh perusahaan dan *financial leverage*

BAB III Metodologi Penelitian

Merupakan metode penelitian yang meliputi variabel penelitian dan definisi operasional, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, serta metode analisis yang digunakan.

BAB IV Hasil Dan Pembahasan

Bab ini merupakan inti dari penelitian, hasil analisis data dan pembahasan. Pada bab ini data-data yang telah dikumpulkan, dianalisis dengan alat-alat analisis yang telah disiapkan.

BAB V Kesimpulan Dan Saran

Pada bab ini merupakan bagian penutup yang berisi tentang kesimpulan dari hasil analisis data dan pembahasan. Selain itu juga berisi saran-saran yang direkomendasikan kepada pihak-pihak tertentu serta mengungkapkan keterbatasan penelitian ini.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Struktur Modal

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan. Kebijakan struktur modal yang terbaik adalah struktur modal yang dapat merubah nilai perusahaan. Yang dimaksud nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Suad Husnan, 2000).

Weston dan Copeland (1996) memberikan definisi struktur modal sebagai pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Nilai buku dari modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus modal dan akumulasi laba ditahan. Bila perusahaan memiliki saham preferen, maka saham tersebut akan ditambahkan pada modal pemegang saham.

Struktur modal adalah perimbangan / perbandingan hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 2001). Struktur modal merupakan cermin dari kebijaksanaan perusahaan dalam menentukan jenis sekuritas yang dikeluarkan, karena masalah struktur modal adalah erat hubungannya dengan masalah kapitalisasi, dimana disusun dari jenis-jenis dana yang membentuk kapitalisasi struktur modalnya. Keputusan struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar, sangat mempengaruhi nilai

perusahaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kreditur merupakan hutang bagi perusahaan. Dana yang diperoleh dari para pemilik merupakan modal sendiri.

Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan tingkat pengembalian. Penambahan hutang akan memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang makin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001).

Setiap perusahaan dapat memperoleh dana dari 2 sumber, yaitu dari perusahaan itu sendiri dan dari luar perusahaan. Proporsinya tergantung dari kebijakan perusahaan itu sendiri. Dana ini nantinya akan digunakan untuk membiayai kegiatan usahanya.

Target dari struktur modal adalah menciptakan suatu komposisi hutang dan modal yang paling tepat dan yang paling menguntungkan dari segi keuangan bagi perusahaan. Jika perusahaan memiliki hutang yang besar maka modal perusahaan otomatis juga besar. Modal yang besar menyebabkan perusahaan mampu menghasilkan laba yang besar dimana disertai dengan risiko yang besar pula.

Struktur modal suatu perusahaan memiliki beberapa komponen yang terdiri dari (Riyanto, 2001) :

1) Hutang jangka panjang

Hutang jangka panjang yaitu hutang dengan jangka waktu relatif panjang, umurnya lebih dari sepuluh tahun, yang umumnya digunakan untuk membelanjai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi perusahaan. Jumlah hutang, baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang di dalam neraca akan menunjukkan besarnya modal pinjaman yang digunakan dalam operasi perusahaan. Pada umumnya pinjaman jangka panjang jauh lebih besar dibandingkan dengan hutang jangka pendek.

Waktu jatuh tempo hutang jangka panjang pada umumnya lebih dari satu tahun, biasanya 5 sampai 20 tahun. Pinjaman hutang jangka panjang dapat berupa pinjaman berjangka (pinjaman yang digunakan untuk membiayai kebutuhan modal kerja permanen, untuk melunasi hutang lain, atau membeli mesin dan peralatan) dan penerbitan obligasi. Mengukur besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai oleh kreditur (*debt ratio*) dilakukan dengan cara membagi total hutang jangka panjang dengan total aset. Semakin tinggi *debt ratio*, semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan di dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

2) Modal Sendiri

Berkaitan dengan besarnya risiko yang ditanggung perusahaan apabila menggunakan hutang sebagai sumber pendanannya, maka perusahaan

seringkali menitikberatkan susunan modalnya dengan penggunaan modal sendiri.

Keuntungan dari memiliki saham perusahaan bagi pemilik adalah kontrol terhadap perusahaan. Namun, *return* yang dihasilkan dari saham tidak pasti dan pemegang saham adalah pihak pertama yang menanggung risiko perusahaan. Dua hal tersebut merupakan *opportunity cost* atas modal sendiri. Modal sendiri atau ekuitas merupakan modal jangka panjang yang diperoleh dari pemilik perusahaan atau pemegang saham. Modal sendiri diharapkan tetap berada dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak terbatas sedangkan modal pinjaman memiliki jatuh tempo. Ada 2 (dua) sumber utama dari modal saham yaitu:

a. Modal saham preferen

Saham preferen memberikan para pemegang sahamnya beberapa hak istimewa yang menjadikannya lebih diprioritaskan daripada pemegang saham biasa. Oleh karena itu, perusahaan tidak memberikan saham preferen dalam jumlah yang banyak.

b. Modal saham biasa

Pemilik perusahaan adalah pemegang saham biasa yang menginvestasikan uangnya dengan harapan mendapat pengembalian dimasa yang akan datang. Pemegang saham biasa kadang-kadang disebut pemilik residual, sebab mereka hanya menerima sisa setelah seluruh tuntutan atas pendapatan dan aset telah dipenuhi.

3) Laba ditahan

Modal internal perusahaan didapat salah satunya dari laba yang ditahan yaitu keuntungan yang diperoleh perusahaan yang ditahan (tidak dibayarkan sebagai dividen), apabila kegunaannya belum ditentukan oleh perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2007), ada beberapa faktor yang mempengaruhi penentuan struktur modal yang optimal, yaitu :

1) Stabilitas Penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

2) Profitabilitas

Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi, dan penggunaan internal *financing* yang lebih besar dapat menurunkan penggunaan hutang (rasio hutang).

3) *Operating Leverage*

Perusahaan yang mengurangi *leverage* operasinya lebih mampu untuk menaikkan penggunaan *leverage* keuangan (hutang).

4) Struktur Aset

Perusahaan dengan aset yang dapat digunakan untuk jaminan akan lebih memilih untuk menggunakan penggunaan hutangnya lebih banyak.

5) *Corporate Taxes*

Karena bunga *tax-deductable*, ada sebuah keuntungan jika menggunakan hutang. *Marginal tax rate* perusahaan yang lebih tinggi, maka keuntungan menggunakan hutang akan lebih tinggi, apabila yang lainnya dianggap sama.

6) *Growth rate*

Pertumbuhan perusahaan lebih mengandalkan pendanaan dari eksternal. Walaupun pada saat yang sama perusahaan menghadapi ketidakpastian yang tinggi, dimana perusahaan harus mengurangi penggunaan hutangnya.

7) *Kondisi internal perusahaan*

Perusahaan yang mengetahui kondisi internal perusahaannya dapat menetapkan keputusan modalnya dengan baik

8) *Lenders and rating agencies*

Jika perusahaan menggunakan hutang semakin berlebih, maka pihak *lenders* akan mulai meminta tingkat bunga yang lebih tinggi dan *rating agencies* akan mulai menurunkan *rating* pada tingkat hutang perusahaan.

9) *Pengendalian*

Apabila manajemen mempunyai kontrol terhadap perusahaan, tetapi tidak dalam posisi untuk membeli saham baru, maka manajemen akan lebih memilih untuk menggunakan hutang. Sedangkan apabila perusahaan dalam keadaan yang lemah, maka lebih baik menggunakan ekuitas daripada hutang karena manajemen kemungkinan akan menghadapi risiko kebangkrutan.

10) Kondisi ekonomi

Kondisi ekonomi seperti sekarang ini dan juga kondisi pada pasar keuangan dapat mempengaruhi keputusan struktur modal. Ketika tingkat suku bunga tinggi, mungkin keputusan pendanaan lebih mengarah pada *short-term debt*, dan akan dilakukan *refinance* dengan *long-term debt* atau *equity* jika kondisi pasar memungkinkan.

11) Preferensi pihak manajemen

Preferensi manajemen terhadap risiko dan gaya manajemen mempunyai peran dalam hubungannya dengan kombinasi *debt-equity* perusahaan pada struktur modalnya.

12) Fleksibilitas keuangan

Pada saat perusahaan dalam kondisi yang baik, perusahaan dapat meningkatkan modal dengan saham dan obligasi, tetapi pada saat perusahaan berada pada kondisi yang tidak baik, maka perusahaan akan menggunakan hutang untuk menguatkan posisinya.

Sedangkan menurut Bambang Riyanto (2001: 297), struktur modal suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor antara lain :

1) Tingkat bunga

Pada waktu perusahaan merencanakan pemenuhan kebutuhan modal adalah sangat dipengaruhi oleh tingkat suku bunga yang berlaku pada waktu itu. Tingkat bunga akan mempengaruhi pemilihan jenis modal apa

yang akan ditarik, apakah perusahaan akan mengeluarkan saham ataukah obligasi.

2) Stabilitas dari *earnings*

Suatu perusahaan yang mempunyai *earnings* yang stabil akan selalu dapat memenuhi kewajiban finansialnya sebagai akibat dari penggunaan modal asing. Sebaliknya perusahaan yang mempunyai *earnings* yang tidak stabil dan *unpredictable* akan menanggung risiko tidak dapat membayar beban bunga pada tahun atau keadaan yang buruk.

3) Susunan dari aktiva

Kebanyakan perusahaan yang bergerak dalam bidang manufaktur ataupun pertambangan dimana sebagian besar dananya tertanam dalam aktiva tetap, yang digunakan untuk mendukung kegiatan operasionalnya dalam menyediakan peralatan, gedung, tanah, dll. Sedangkan, bagi perbankan dimana sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva lancar, akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya melalui hutang jangka panjang, ataupun dari simpanan dari para nasabah juga pada hutang jangka pendek yang mempunyai likuiditas yang tinggi, untuk mengatasi apabila sewaktu-waktu terjadi penarikan uang, sehingga tingkat likuiditas tetap terjaga.

4) Tingkat Pertumbuhan (*Growth*)

Perusahaan yang tingkat pertumbuhannya pesat dapat menggunakan lebih banyak modal eksternal jika dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya lambat.

5) Kadar risiko dari aktiva

Tingkat atau kadar risiko dari setiap aktiva didalam perusahaan adalah tidak sama. Makin panjang jangka waktu penggunaan suatu aktiva didalam perusahaan, makin besar derajat risikonya. Dengan perkembangan dan kemajuan teknologi serta ilmu pengetahuan yang tiada henti, dalam artian ekonomis dapat mempercepat tidak digunakannya suatu aktiva, meskipun dalam artian teknis masih dapat digunakan.

6) Besarnya jumlah modal yang dibutuhkan

Apabila jumlah modal yang dibutuhkan sangat besar, maka dirasakan perlu bagi perusahaan tersebut untuk mengeluarkan beberapa golongan sekuritas secara bersama-sama, sedangkan bagi perusahaan yang membutuhkan modal yang tidak begitu besar cukup hanya mengeluarkan satu golongan sekuritas saja.

7) Keadaan pasar modal

Keadaan pasar modal sering mengalami perubahan disebabkan karena adanya gelombang konjungtur. Pada umumnya apabila gelombang meninggi (*up-waving*) para investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya dalam saham. Oleh karena itu, dalam rangka mengeluarkan atau menjual sekuritas-nya, perusahaan harus menyesuaikan dengan keadaan pasar modal tersebut.

8) Sifat manajemen

Sifat manajemen akan mempunyai pengaruh langsung dalam pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan kebutuhan dana.

9) Besarnya suatu perusahaan (*Size*)

Perusahaan yang lebih besar dimana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualannya dibandingkan perusahaan yang lebih kecil.

Berikut ini beberapa teori tentang struktur modal yang telah dilakukan penelitian, antara lain :

2.1.1.1 *Pecking Order Theory*

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama dari internal *fund*, *retained earning*, kemudian utang berisiko rendah dan terakhir ekuitas (Myers dalam Darminto dan adler, 2008). *Pecking order theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal.

- a) Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b) Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.

- c) Terdapat kebijakan dividen yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d) Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan bertumbuh, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Pecking order theory tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil.

Model *pecking order theory* memfokuskan pada motivasi manajer korporat, bukan pada prinsip-prinsip penilaian pasar modal. *Pecking order theory* mencerminkan persoalan yang diciptakan oleh asimetrik informasi. Kalau bisa memperoleh sumber dana yang diperlukan tanpa memperoleh sorotan dan publisitas publik sebagai akibat penerbitan saham baru. Dasar pemikirannya didasarkan pada penjelasan berikut ini Myers (dalam Mutaminah, 2003) :

- a) Para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan daripada investor luar, namun mereka enggan untuk menerbitkan saham ketika percaya saham mereka adalah *undervalued*.

- b) Investor memahami bahwa para manajer mengetahui lebih banyak dan mereka mencoba menerbitkan sesuai waktu yang tepat.
- c) Para manajer menginterpretasikan keputusan untuk menerbitkan ekuitas sebagai *bad news*, dan perusahaan dapat menerbitkan ekuitas hanya pada harga *discount*.
- d) Perusahaan yang bekerja berdasarkan filosofi *pecking order theory* dan membutuhkan ekuitas eksternal kemungkinan tidak akan memanfaatkan kesempatan bertumbuh yang baik, karena saham tidak dapat dijual pada “*Fair Price*”.
- e) Pertimbangan biaya emisi, biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama.

2.1.1.2 Agency Theory

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 (dalam Mutaminah, 2003) ,yang menyebutkan bahwa manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Biaya yang ditimbulkan dari pengawasan yang dilakukan oleh manajemen disebut biaya agensi. Biaya agensi adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk menyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham.

2.1.1.3 *Signaling Theory*

Isyarat atau signal menurut Brigham dan Houston (2001) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

2.1.1.4 *Trade Off Theory*

Konsep *trade off* dalam *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan dalam struktur modal sehingga disebut pula sebagai *trade off theory* Jensen and Meckling (dalam Viviani, 2008). Berdasarkan teori Modigliani dan Miller (1958) (dalam Karadeniz *et al*, 2009), semakin besar utang yang digunakan, semakin tinggi nilai perusahaan. Model Modigliani dan Miller mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan.

Perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari

penghematan pajak atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan. Penggunaan utang mengakibatkan peningkatan EBIT yang mengalir ke investor. Jadi semakin besar utang perusahaan, semakin tinggi nilainya dan harga saham perusahaan. Berdasarkan makalah Modigliani-Miller dengan pajak, harga saham perusahaan akan dimaksimumkan jika menggunakan utang 100 persen. Dalam kenyatannya, jarang ada perusahaan yang menggunakan utang 100 persen karena perusahaan membatasi penggunaan utang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan. Brigham (dalam Mutaminah, 2003)

2.1.1.5 Teori Modigliani dan Miller

Teori ini dipelopori oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958 (dalam Karadeniz *et al*, 2009) berdasarkan pendekatan Modigliani dan Miller tersebut semakin besar penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka akan semakin besar pula nilai perusahaan, karena adanya efek *corporate tax rate shield*. Hal tersebut dikarenakan pada saat berada dalam pasar sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat digunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak.

Pendekatan ini akan membawa pada kesimpulan semakin banyak penggunaan hutang pada struktur modal maka semakin besar penghematan yang diraih sehingga semakin besar nilai perusahaan. Namun nilai perusahaan justru tidak akan maksimal dengan penggunaan hutang 100%. Ketidaksempurnaan pasar modal yang menyebabkan timbulnya biaya kebangkrutan serta tingginya biaya modal baik disebabkan *rating* kredit yang rendah atau bila hutang telah mencapai titik tertentu.

2.1.2 *Financial Leverage*

Pada bidang keuangan, *leverage* mengacu pada penggunaan hutang dalam rangka pembiayaan perusahaan. Menurut Weston & Copeland (1996), *financial leverage* adalah rasio antara nilai buku seluruh hutang terhadap total modal sendiri atau nilai total perusahaan. Bila semua dana berasal dari pemilik dalam bentuk saham biasa, perusahaan tidak terikat dengan kewajiban untuk membayar tunai secara berkala dalam pembiayaannya. Tetapi, bunga atas hutang yang diambil dalam rangka pembiayaan perusahaan, biasanya merupakan biaya tetap keuangan yang harus dibayar tanpa mempedulikan tingkat laba perusahaan. Makin besar hutang yang diambil maka makin besar biaya tetap keuangan yang harus ditambahkan pada biaya tetap operasi.

Rasio-rasio *leverage* menunjukkan besarnya modal yang berasal dari pinjaman (modal asing) yang dipergunakan untuk membiayai investasi dan operasional perusahaan. Sumber yang berasal dari modal asing akan meningkatkan rasio perusahaan. Biasanya *leverage* diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio (DER)* yang menunjukkan perbandingan antara total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) dengan modal sendiri (modal saham biasa dan saham preferen) atau diukur menggunakan *Debt to Total Asset* menunjukkan berapa bagian dari keseluruhan kebutuhan dana yang dibelanjai dengan hutang atau berapa bagian aktiva yang digunakan untuk menjamin hutang. Semakin tinggi rasio DER menunjukkan komposisi hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri dan menunjukkan semakin besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya.

2.1.3 Profitabilitas

Profitabilitas menurut Riyanto (2001) adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Keuntungan yang diraih dari investasi yang akan ditanamkan merupakan pertimbangan utama bagi sebuah perusahaan dalam rangka pengembangan bisnisnya.

Profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio profitabilitas, yaitu rasio-rasio yang menunjukkan hasil akhir dari sejumlah kebijaksanaan dan keputusan bagi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Salah satu rasio yang sering digunakan adalah *Return on Investment* (ROI), yang merupakan pengukuran kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan keuntungan dengan jumlah keseluruhan investasi yang tersedia di dalam perusahaan. Bila investasi yang digunakan adalah keseluruhan jumlah aktiva yang ada, maka *Return on Investment* sering juga disebut *Return on Assets* (ROA). (Riyanto, 2001)

Konsep ROA merupakan kriteria penilaian yang sangat luas dan dapat dianggap paling valid untuk dipakai sebagai alat ukur tentang hasil pelaksanaan untuk mengukur sampai sejauh mana efektifitas penggunaan modal dalam perusahaan yang bersangkutan.

Pada umumnya, perusahaan yang mempunyai tingkat pengembalian yang tinggi dalam menghasilkan keuntungan, lebih suka untuk membiayai kegiatan operasional perusahaannya dengan profit yang didapat yaitu laba ditahannya, oleh karena itu biasanya perusahaan menggunakan hutang yang relatif kecil dibanding dengan total modal sendiri.

Profitabilitas mempunyai hubungan yang negatif dengan *leverage*. Perusahaan dengan pendapatan laba yang tinggi akan cenderung menggunakan sumber pendanaan dari laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan dananya. Hal ini menyebabkan kebutuhan perusahaan akan hutang menjadi berkurang, atau memperkecil *leverage* perusahaan.

2.1.4 Asset Structure

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing – masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap (Riyanto, 2001). Aktiva lancar adalah aktiva yang habis dalam satu kali berputar dalam proses produksi, dan proses perputarannya adalah dalam jangka waktu yang pendek (umumnya kurang dari satu tahun). Sedangkan aktiva tetap adalah aktiva yang tahan lama yang secara berangsur-angsur habis turut serta dalam proses produksi (Riyanto, 2001).

Struktur aktiva dapat dipandang dari aspek operasional yang pada dasarnya menggolongkan aktiva dalam perbandingan tertentu untuk keperluan operasi utama perusahaan. Kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed asset*). Dari keseluruhan jumlah aktiva tetap ada, maka ada beberapa yang merupakan “keharusan” dalam perusahaan– perusahaan industri, karena tanpa aktiva tersebut proses produksi tidak akan mungkin berjalan. Ada perusahaan–perusahaan yang menggunakan aktiva tetap dalam jumlah yang relatif jauh lebih besar dibandingkan dengan jumlah tenaga kerja yang diperlukan dalam proses produksi. Perusahaan yang menggunakan aktiva tetap yang relatif jauh lebih

besar dibandingkan dengan jumlah tenaga kerja disebut sebagai perusahaan yang “*capital intensive*”, sedangkan perusahaan-perusahaan yang memperkerjakan jauh lebih banyak tenaga kerja dibandingkan dengan mesin-mesin, disebut sebagai perusahaan yang “*labour intensive*”.

Kebanyakan teori struktur modal menyatakan bahwa jenis aktiva yang dimiliki oleh suatu jenis perusahaan mempengaruhi pemilihan struktur modal. Menurut penelitian yang dilakukan oleh SEN dan Eda (2007) menyatakan struktur aktiva mempunyai keterkaitan negatif terhadap *financial leverage*, karena permasalahan utama teori *pecking order* adalah informasi yang tidak simetrik dan struktur aktiva merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya masalah ini. Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya jadi lebih mudah. Sehingga, permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat dan lebih memilih untuk menerbitkan saham.

2.1.5 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala, yaitu dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara, antara lain total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan stabilitas penjualan (Hol dan Wijst, 2006).

Hubungan antara ukuran perusahaan dan *leverage* dipengaruhi oleh akses perusahaan ke pasar modal. Perusahaan dengan ukuran besar lebih terdiversifikasi, sehingga mengurangi risiko kebangkrutan dan akan lebih mudah mendapatkan akses mendapatkan pinjaman, sehingga semakin besar

kesempatannya untuk menghimpun dana yang lebih cepat dan mempunyai kesempatan peminjaman yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini diakibatkan karena perusahaan yang besar akan membutuhkan dana yang relatif besar, oleh karena itu dengan saham yang tersebar luas, perusahaan lebih berani dalam ekspansi perusahaan dengan penggunaan pinjamannya dalam bentuk hutang (Frank dan Goyal, 2003).

Dalam penelitian ini, total penjualan digunakan sebagai alat ukur ukuran perusahaan, dengan mempertimbangkan bahwa nilai penjualan relatif lebih stabil. Jika nilai dari total aktiva, penjualan, atau modal itu besar, maka digunakan natural logaritma dari nilai tersebut (Miswanto dan Husnan, 1999).

2.1.6 Kesempatan Bertumbuh

Masing-masing perusahaan mempunyai tingkat kesempatan bertumbuh yang berbeda, tergantung pada struktur modal yang dimiliki perusahaan tersebut. Menurut *pecking order theory*, perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh pertama-tama akan memilih sumber dana internal dan kemudian dana eksternal yang berisiko rendah untuk membiayai proyek.

Kesempatan bertumbuh dapat didefinisikan sebagai suatu usaha untuk mengelola uang dengan cara menanamkan uang tersebut pada bidang-bidang tertentu dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan di masa mendatang Benito (2003). Namun, kesempatan bertumbuh dapat diartikan juga sebagai pengkaitan sumber-sumber dalam jangka panjang untuk menghasilkan laba di masa yang akan datang. Kesempatan bertumbuh yang identik dengan pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam

meningkatkan *size* perusahaan, yang dapat diproksikan dengan peningkatan aktiva, ekuitas, laba dan penjualan (Buferna *et al*, 2005). *Market to Book Ratio* atau biasa disebut *price to book ratio* merupakan suatu cara yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan dan membuat perbandingan dengan perusahaan pesaing yang mencerminkan posisi harga pasar saham terhadap nilai bukunya, apabila perusahaan berada pada posisi *undervalued* maka perusahaan berada pada posisi kesempatan bertumbuh yang baik, dan permintaan terhadap dana pun akan meningkat, apabila permintaan tersebut melebihi dana internal maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal khususnya hutang untuk mengoptimalkan kondisi kesempatan bertumbuh perusahaan, karena pada posisi *undervalued* perusahaan dihadapkan pada masalah asimetrik informasi yang tinggi dan tidak mungkin untuk menerbitkan saham. Hal ini merupakan gambaran yang esensial bagi investor yang potensial dan analis karena menyediakan cara yang sederhana dalam menilai apakah suatu perusahaan *under* atau *overvalued*. Semakin rendah *market to book ratio* hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kesempatan bertumbuh yang baik, kondisi ini sesuai dengan hipotesis dari *pecking order* (Göknur Umutlu, 2008).

Dalam perilaku *pecking order*, kesempatan bertumbuh memiliki pengaruh terhadap penentuan pengeluaran pendanaan. Adanya *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham memberi penjelasan tentang perlu adanya *financial intermediaries*. Tidak semua perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh yang bagus (nilai NPV-nya positif) memiliki *financial slack* yang cukup untuk mendanai proyek. Perusahaan baru dan perusahaan yang memiliki

tingkat pertumbuhan yang tinggi biasanya tidak memiliki cukup dana (internal) untuk membiayai proyek-proyeknya. Dari sinilah maka perusahaan akan mencari sumber pendanaan dari luar untuk menjalankan proyek-proyeknya. (Buferna *et al*, 2005). Besarnya *leverage* tergantung pada seberapa besar kesempatan bertumbuh yang dimiliki oleh perusahaan.

2.1.7 Pengaruh Variabel Independen dengan Variabel Dependennya

2.1.7.1 Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Financial Leverage*

Menurut penelitian yang dilakukan Viviani (2008) profitabilitas ditemukan berhubungan negatif dengan hutang sehingga sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang mempunyai preferensi pendanaan dengan dana internal berupa laba ditahan yang menyatakan Profitabilitas yang biasa diukur dengan *Return on Asset* (ROA) berhubungan negatif terhadap *Financial Leverage*, yang artinya semakin besar Profitabilitas perusahaan maka semakin kecil keputusan pendanaan melalui hutang yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sutapa *et al* (2007), Harjanti dan Eduardus (2007), Frank dan Goyal (2003), Göknur Umutlu (2008), Kumar (2005), SEN dan Eda (2008), Qian *et al*(2007), Buferna *et al* (2005), Benito (2003), Karadeniz *et al* (2009), Hasan dan Safdar (2009), Hol dan Wijst (2006), Daskalakis dan Psillaki (2005) dan Moh'd *et al* (1998) dimana perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil, dan memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal

karena lebih mudah dan biaya akan lebih efektif dengan menggunakan pendanaan internal, yaitu dengan laba ditahan. Profitabilitas merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan berupa ekuitasnya maupun total aktiva yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan.

H1: Sesuai dengan hipotesis *pecking order*, profitabilitas mempunyai hubungan negatif dengan *financial leverage*.

2.1.7.2 Pengaruh *Asset Structure* Terhadap *Financial Leverage*.

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing – masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap (Riyanto, 2001). Struktur aktiva terdiri dari aktiva lancar dan aktiva tetap. Struktur aktiva diukur dengan menggunakan perbandingan antara aktiva berwujud dengan total aktiva. Menurut penelitian yang dilakukan oleh SEN dan Eda (2007) menyatakan struktur aktiva mempunyai keterkaitan negatif terhadap *financial leverage*, karena permasalahan utama teori *pecking order* adalah informasi yang tidak simetrik dan struktur aktiva merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya masalah ini. Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya jadi lebih mudah. Sehingga, permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat dan lebih memilih untuk menerbitkan saham. Penelitian lain yang mendukung hasil negatif antara struktur aset dan

penggunaan hutang adalah Harris dan Raviv (dalam Frank dan Goyal, 2003) menyatakan berdasarkan teori *pecking order* perusahaan dengan aktiva berwujud yang sedikit mempunyai masalah yang serius terhadap asimetri informasi antara investor dan manajer, oleh karena itu perusahaan menghimpun hutang dan menjadikan perusahaan lebih didanai oleh hutang. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Karadeniz *et al* (2009) dan Daskalakis dan Psillaki (2005) yang mengatakan bahwa struktur aktiva mempunyai hubungan negatif dengan hutang jangka pendek.

H2: Sesuai dengan hipotesis *pecking order*, *asset structure* mempunyai hubungan negatif dengan *financial leverage*.

2.1.7.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap *Financial Leverage*.

Ukuran perusahaan mempunyai hubungan dengan *financial leverage*, menurut penelitian yang dilakukan oleh Daskalakis dan Psillaki (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih kecil mempunyai rasio penggunaan hutang yang kecil pula, hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang memilih untuk menggunakan dana internalnya karena perusahaan kecil mempunyai kecenderungan untuk terlikuidasi ketika mereka berada pada *financial distress*. Oleh karena itu, terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan *financial leverage*. Lebih lanjut lagi, perusahaan besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan dan pada gilirannya akan meningkatkan kapasitas hutang ketika ukuran perusahaan yang diproksikan dengan total aset yang

dimiliki semakin besar maka perusahaan dapat dengan mudah untuk mendapatkan pinjaman, dengan asumsi bahwa pemberi pinjaman (*lenders*) percaya bahwa perusahaan mempunyai tingkat likuiditas yang cukup. Hasil penelitian ini didukung oleh Sutapa *et al* (2007), Hasan dan Safdar (2009), Moh'd *et al* (1998), Heri Widodo (2001), Hol dan Wijst (2006), Qian *et al* (2007), Kumar (2005), Daskalakis dan Psillaki (2005), Darminto dan Adler (2008) dan Harjanti dan Eduardus (2007).

H3 : Sesuai dengan hipotesis *pecking order*, ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif dengan *financial leverage*.

2.1.7.4 Pengaruh Kesempatan Bertumbuh Terhadap *Financial Leverage*.

Kesempatan bertumbuh merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan. Untuk mengukur kesempatan bertumbuh digunakan *market to book ratio* atau biasa disebut *price to book ratio* yang mencerminkan posisi harga pasar saham terhadap nilai bukunya, rasio *market to book* merupakan suatu cara yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan dan membuat perbandingan dengan perusahaan pesaing. Hal ini merupakan gambaran yang esensial bagi investor yang potensial dan analis karena menyediakan cara yang sederhana dalam menilai apakah suatu perusahaan *under* atau *overvalued*. Semakin rendah *market to book ratio* hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kesempatan bertumbuh yang baik. Apabila perusahaan berada pada posisi *undervalued* maka perusahaan berada pada posisi kesempatan bertumbuh yang baik dan permintaan terhadap dana

pun akan meningkat, apabila permintaan tersebut melebihi dana internal maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal khususnya hutang untuk mengoptimalkan kondisi kesempatan bertumbuh perusahaan, karena pada posisi *undervalued* perusahaan dihadapkan pada masalah asimetri informasi yang tinggi dan tidak mungkin untuk menerbitkan saham, sehingga perusahaan akan mengoptimalkan kondisi tersebut dengan penggunaan hutang, kondisi ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* (Buferna *et al*, 2005).

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Al-Ajmi, Hameeda dan Nadhem (2009) kesempatan bertumbuh mempunyai hubungan positif dengan *financial leverage* karena secara kontemporer masih memiliki investasi yang terlalu rendah, sehingga untuk sementara memiliki tingkat *leverage* yang rendah. Pendapat Göknur Umutlu (2008) mengatakan pada umumnya, ketidakpastian yang tinggi dan informasi asimetri yang tinggi pada *emerging market* memotivasi manajer untuk menggunakan hutang lebih banyak, jika mempunyai nilai pasar yang baik terhadap nilai buku yang mengindikasikan kesempatan bertumbuh yang baik. Hal ini didukung oleh beberapa penelitian antara lain Frank dan Goyal (2003), Viviani (2008) dan Benito (2003).

H4 : Sesuai dengan hipotesis *pecking order*, kesempatan bertumbuh mempunyai hubungan positif dengan *financial leverage*.

2.2 Penelitian Terdahulu

1. Sutapa, Hendri dan Heri (2007)

Sutapa, Hendri dan Heri melakukan penelitian sebelumnya membahas tentang pengujian teori *pecking order* di Indonesia dengan studi kasus pada emiten syariah 2001 hingga 2004. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagian besar memberikan hasil yang konsisten dengan prediksi teori *pecking order*. Variabel-variabel tersebut adalah profitabilitas dan ukuran perusahaan. Dengan semakin tingginya tingkat keuntungan perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* semakin rendah tingkat hutang yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar yang ditunjukkan dengan nilai aktiva memberikan akses yang lebih besar bagi perusahaan-perusahaan pada *Jakarta Islamic Index* untuk mendapatkan hutang. Sementara untuk variabel kesempatan bertumbuh tidak ditemukan berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (*leverage*). Secara umum, hasil penelitian sebelumnya memberikan dukungan atas berlakunya teori *pecking order* di Indonesia.

2. Muttaminah (2003)

Muttaminah melakukan penelitian tentang analisis struktur modal perusahaan-perusahaan non-finansial yang *go public* di pasar modal Indonesia dengan periode penelitian tahun 1999-2000. Untuk menguji apakah teori *trade-off*, *pecking order* dan *agency* mampu menjelaskan struktur modal di pasar modal Indonesia. Variabel yang digunakan yaitu *non debt tax shields*, *size*, likuiditas, risiko bisnis, profitabilitas, konsentrasi kepemilikan dan perusahaan

yang dimiliki pemerintah. Hasil penelitian ini yaitu hanya profitabilitas, konsentrasi kepemilikan dan perusahaan yang dimiliki pemerintah yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sementara variabel *non debt tax shields*, *size*, likuiditas, risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

3. Al-Ajmi, Hameeda dan Nadhem (2009)

Al-Ajmi, Hameeda dan Nadhem melakukan penelitian tentang keputusan struktur modal dalam lingkungan zakat dan larangan riba, yang bertujuan untuk menilai dan menjelaskan penggunaan hutang pada perusahaan di Saudi selama periode 2003-2007. Dalam penelitian ini Al-Ajmi, Hameeda dan Nadhem menggunakan faktor profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan bertumbuh, kepemilikan institusional, *tangibility*, *government ownership*, *family ownership*, *business risk*, *dividend payment*, dan likuiditas dengan menggunakan model regresi (*Pooled Ordinary Least Squares* dan *panel technique*). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan bertumbuh dan kepemilikan institusional mempunyai hubungan positif sedangkan variabel *family ownership*, *business risk*, *dividend payment*, dan likuiditas berhubungan negatif.

4. Heri Widodo (2001)

Heri Widodo melakukan penelitian tentang beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal, faktor tersebut antara lain ukuran perusahaan, *operating leverage*, *dividend payout ratio*, *expected growth rate*, dan penghematan pajak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan

Properti dan *Real Estate* yang dicerminkan dalam *Debt to Equity Ratio* (DER). Metode penelitian ini dilakukan dengan cara uji hipotesis dari pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat, baik secara serentak maupun secara parsial. Hasil penelitian ini yaitu secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel tergantungnya, namun secara parsial hanya variabel penghematan pajak yang berpengaruh secara signifikan.

5. Darminto dan Adler (2008)

Darminto dan Adler melakukan penelitian tentang pengujian teori *trade-off* dan *pecking order* pada perusahaan publik di Indonesia. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio hutang, *collateral value of asset*, *non debt tax shield*, *profitability*, *growth*, *size* dan *deficit cash flow*. Dengan metode analisis regresi didapat hasil dari penelitian ini yaitu variabel yang signifikan (pada tingkat keyakinan lebih dari 95%) mempengaruhi perubahan *debt ratio* adalah konstanta, *debt ratio* periode sebelumnya, *non debt tax shield* dan faktor *size* perusahaan, sedang lainnya kurang signifikan.

6. Harjanti dan Eduardus Tandelilin (2007)

Theresia Tri Hajanti dan Eduardus Tandelilin melakukan penelitian bertujuan untuk menguji pengaruh variabel bebas *firm size*, *tangible asset*, *growth opportunity*, *profitability*, dan *business risk* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Melalui model *Structural Equation Modelling* (SEM), simpulan yang diperoleh adalah *firm size* berhubungan positif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, *tangible assets* tidak berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan namun ada kecenderungan negatif,

tidak ditemukan bukti bahwa *growth opportunity* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan, profitabilitas berhubungan negatif dan signifikan terhadap *leverage* perusahaan, tidak ditemukan bukti bahwa *business risk* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.

7. Frank dan Goyal (2003)

Frank dan Goyal dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji teori *pecking order* pada struktur modal pada perusahaan di Amerika periode 1971-1998, dalam penelitian ini ditambahkan faktor *financing deficit* sebesar 1% untuk memberikan kekuatan dalam menjelaskan (R^2) analisis regresi dengan menggunakan variabel *tangibility of assets*, *growth opportunities*, *firm size* dan *profitability* terhadap struktur modal. Hasil dari penelitian ini adalah *tangibility of assets* dan *growth opportunities* berhubungan positif, sedangkan, *firm size*, dan *profitability* berhubungan negatif terhadap struktur modal dalam penggunaan hutangnya.

8. Göknur Umutlu (2008)

Penelitian ini bertujuan untuk menguji teori *pecking order* dan *timing effects* yang mengambil sampel penelitian pada kinerja perusahaan setelah pasar perdannya di *Istanbul Stock Exchange* dengan struktur modal yang digunakan perusahaan tersebut pada tahun 1998-2004. Metode analisis penelitian ini menggunakan *cross-sectional regression analysis*. Variabel yang digunakan adalah profitabilitas (ROA) dan kesempatan bertumbuh (*Market to book ratio*) terhadap penggunaan hutang yang diukur dengan *Debt to Total Assets Ratio*. Hasil dari penelitian ini profitabilitas mempunyai hubungan

negatif terhadap penggunaan hutang. Sedangkan kesempatan bertumbuh berpengaruh positif terhadap penggunaan hutang.

9. Jayesh Kumar (2005)

Jayesh Kumar dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji hubungan antara struktur modal dan perusahaan pemerintah di India periode tahun 1994-2000, dengan menggunakan analisis *cross-sectional regression*. penelitian ini menggunakan variabel *tangibility*, *size*, ROA, kepemilikan institusional dan kepemilikan asing terhadap intensitas hutang. Hasil dari penelitian ini variabel *tangibility* dan *size* berhubungan positif dan signifikan terhadap intensitas hutang, variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap intensitas hutang dalam perusahaan, dan ROA berpengaruh negatif terhadap intensitas hutang.

10. Jean-laurent Viviani (2008)

Jean-laurent Viviani dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji secara empiris mengenai struktur modal pada industri *wine* di Prancis menguji melalui variabel ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, risiko dan pertumbuhan perusahaan dengan model regresi (teknik panel dan klasik). Hasil dari penelitian ini ialah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*, struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*, profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*, risiko dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, karena efek dari ukuran perusahaan dalam *leverage* berlawanan dengan studi

empirisnya, sedangkan untuk risiko penjelasannya dalam penelitian ini data terlalu lemah karena hanya selama 4 tahun periode pengamatan.

11. Hol dan Wijst (2006)

Hol dan Wijst melakukan penelitian yang berjudul “*The Financing structure of non-listed firms*”. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa faktor yang menentukan struktur pendanaan pada perusahaan yang tidak terdaftar di *Oslo Stock Exchange* Norwegia periode 1995-2000. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini antara lain *non-debt tax shield*, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, *size* dan *sales growth*. Hasil penelitian ini *non-debt tax shield* berhubungan positif dan signifikan dengan hutang, profitabilitas berhubungan negatif dan signifikan terhadap hutang jangka panjang, pertumbuhan penjualan, *size* berhubungan positif dengan hutang jangka panjang dan tidak ditemukan hubungan antara *sales growth* dengan hutang.

12. Mehmet SEN dan Eda ORUC (2008)

Mehmet SEN dan Eda ORUC dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji teori *pecking order* di pasar saham Istanbul, menggunakan variabel *leverage* sebagai variabel terikat dan variabel bebas antara lain profitabilitas, *current ratio*, *asset structure*, *sales size*, dan *asset growth*, penelitian ini menggunakan metode analisis panel data. Hasil dari penelitian ini ialah profitabilitas berhubungan negatif dengan *leverage ratio*, *current ratio* berhubungan negatif dengan *leverage ratio*, *asset structure* berhubungan negatif dengan *leverage ratio*, sementara *sales size* dan *asset growth* tidak signifikan terhadap *leverage ratio*.

13. Buferna, Bangassa, dan Hodgkinson (2005)

Buferna, Bangassa, dan Hodgkinson dalam penelitiannya yang bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang menentukan struktur modal pada 55 perusahaan di Libya pada periode 1995-1999. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis *cross-sectional regression*. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, *growth opportunity* dan *tangibility*. Hasil dari penelitian ini *tangibility* dan *growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang jangka pendek. Sedangkan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap penggunaan hutang.

14. Erdinc Karadeniz, Serkan, Mehmet dan Yildirim (2009)

Karadeniz *et al* dalam penelitiannya yang bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada *lodging company* di bursa efek Istanbul. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini antara lain tingkat pajak, *tangibility of asset*, profitabilitas, arus kas bebas, kesempatan bertumbuh perusahaan, *net commercial credit position*, dan ukuran perusahaan terhadap rasio hutang. Penelitian ini menggunakan model *dynamic panel data* pada periode 1994-2006. Hasil dari penelitian Karadeniz *et al* adalah tingkat pajak, *tangibility of asset*, dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Sedangkan variabel arus kas bebas, kesempatan bertumbuh perusahaan, *net commercial credit position*, dan ukuran perusahaan tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap rasio hutang.

15. Arshad Hasan dan Safdar Ali (2009)

Arshad Hasan dan Safdar Ali dalam penelitiannya yang berjudul “*Impact of ownership and corporate governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies*”, Secara empiris menguji hubungan antara *corporate governance*, *ownership structure*, dan *capital structure* pada periode 2002-2005 dengan menggunakan model analisis multivariate regresi. Hasilnya menunjukkan bahwa *board size* secara signifikan berhubungan dengan struktur modal, kepemilikan manajerial dan profitabilitas mempunyai hubungan negatif dengan DER, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif dengan struktur modal.

16. Moh'd *et al* (1998)

Penelitian yang dilakukan oleh Moh'd *et al* berjudul “*The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time series Cross-Sectional Analysis*” bertujuan untuk mengetahui pengaruh *agency cost* dan kepemilikan terhadap struktur modal suatu perusahaan. Sampel diambil selama 18 tahun pengamatan. Penelitian ini menggunakan rasio hutang sebagai variabel dependen, yang dirumuskan sebagai nilai buku dari hutang jangka panjang dibagi jumlah nilai buku hutang jangka panjang ditambah nilai pasar ekuitas. Variabel independen dari penelitian ini terdiri atas 10 macam variabel yang dinilai berpengaruh (merepresentasikan *agency costs*) yaitu: *ownership structure*, *dividend payments*, *growth opportunities*, *firm size*, *assets structure*, *asset risk*, *profitability*, *tax rate*, *non debt tax shields* dan *uniqueness*. Hasilnya, variabel *ownership structure*, *dividen payments*, *growth opportunities*,

profitability, dan *uniqueness* berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan variabel lain berpengaruh positif dan signifikan. Model yang digunakan adalah *Time-Series Cross-Sectional Regression (TSCS)*.

17. Benito (2003)

Dalam penelitiannya yang bertujuan untuk mengetahui keputusan struktur modal perusahaan, dengan menguji teori *pecking order* pada 6417 perbankan periode 1985-2000 di Spanyol. Variabel yang digunakan adalah *investment*, arus kas, profitabilitas, *capital stock at replacement cost* dan *real sales*. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi (panel data). Hasil dari penelitian ini *investment* berhubungan positif dengan hutang, arus kas bebas berhubungan positif dengan penggunaan hutang, profitabilitas berhubungan negatif dengan hutang, dan *real sales* berhubungan positif dengan hutang.

18. Qian, Tian dan Wirjanto (2007)

Dengan menggunakan data panel yang besar pada 650 perusahaan yang terdaftar di China Qian *et al* menganalisis secara empiris faktor yang mempengaruhi struktur modal, variabel yang digunakan ukuran perusahaan, *tangibility*, struktur kepemilikan, profitabilitas, *non-debt tax shield*, *growth* dan volatilitas. Hasil dari penelitian ini ditemukan antara lain ukuran perusahaan, *tangibility* dan struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap rasio hutang, sedangkan profitabilitas, *non-debt tax shield*, *growth* dan volatilitas berhubungan negatif terhadap rasio hutang.

19. Daskalakis dan Psillaki (2005)

Dalam penelitiannya yang bertujuan untuk mengetahui faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan kecil dan menengah di Yunani dan Prancis periode tahun 1997-2002 juga mengetahui perbedaan yang timbul dari kedua Negara tersebut. Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan panel data yang merupakan kombinasi dari *time series* dan data *cross-sectional* dari variabel struktur aset, *size*, profitabilitas dan tingkat pertumbuhan. Hasilnya struktur aset dan profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap *leverage* dan *size* dan *growth rate* berhubungan positif terhadap rasio hutang.

Dari beberapa penelitian terdahulu diatas dapat dibentuk suatu ringkasan seperti yang tercermin dalam tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2.1
Matriks Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel penelitian	Alat Analisis	Hasil
1.	Sutapa, Hendri dan Heri (2007).	Pengujian <i>Pecking Order Theory</i> pada emiten syariah di Bursa Efek Jakarta	Profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan bertumbuh dan <i>financial leverage</i>	Regresi linear	Profitabilitas berhubungan negatif dengan <i>financial leverage</i> , ukuran perusahaan berhubungan positif <i>financial leverage</i> , dan kesempatan tidak signifikan terhadap <i>financial leverage</i>
2.	Mutaminah (2003)	Analisis Struktur modal pada perusahaan non finansial yang <i>go public</i> di pasar modal Indonesia	Risiko bisnis, <i>size</i> , likuiditas, profitabilitas, <i>non debt tax shield</i> , konsentrasi kepemilikan dan perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah, struktur modal	<i>Regresi</i>	Profitabilitas, konsentrasi kepemilikan dan perusahaan yang dimiliki pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. variabel <i>non debt tax shield</i> , <i>size</i> , likuiditas, risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal
3.	Al-Ajmi, Hameeda dan Nadhem	<i>Decision on capital structure in a zakat</i>	profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan	model regresi (<i>Pooled Ordinary</i>	Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa

	(2009)	<i>environment with prohibition riba</i>	bertumbuh dan kepemilikan institusional <i>family ownership, business risk, dividend payment</i> , dan likuiditas.	<i>Least Squares dan panel technique)</i>	profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan bertumbuh dan kepemilikan institusional mempunyai hubungan positif sedangkan variabel <i>family ownership, business risk, dividend payment</i> , dan likuiditas berhubungan negatif.
4.	Heri Widodo (2001)	Analisis beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal	Ukuran perusahaan, <i>operating leverage, dividend payout ratio, expected growth rate</i> , dan penghematan pajak berpengaruh terhadap struktur modal	Regresi linear berganda	Secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependennya, namun secara parsial hanya variabel penghematan pajak yang berpengaruh secara signifikan.
5.	Darminto dan Adler (2008)	Pengujian Teori <i>Trade-Off</i> dan <i>Pecking Order</i>	Rasio hutang, <i>collateral value of asset, non debt tax shield, profitability, growth, size</i>	regresi	Variabel yang signifikan (pada tingkat keyakinan lebih dari 95%) mempengaruhi perubahan <i>debt</i>

			<i>dan deficit cash flow</i>		<i>ratio</i> adalah konstanta, <i>debt ratio</i> periode sebelumnya, <i>non debt tax shield</i> dan faktor <i>size</i> perusahaan, sedang lainnya kurang signifikan.
6.	Harjanti dan Eduardus (2007)	Pengaruh <i>firm size</i> , <i>tangible asset</i> , <i>growth opportunity</i> , <i>profitability</i> , dan <i>business risk</i> terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia: Studi Kasus BEJ	<i>firm size</i> , <i>tangible asset</i> , <i>growth opportunity</i> , <i>profitability</i> , dan <i>business risk</i> terhadap struktur modal	<i>Structural Equation Modelling</i> (SEM)	<i>firm size</i> berhubungan positif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> perusahaan, <i>tangible assets</i> tidak berpengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan namun ada kecenderungan negatif, tidak ditemukan bukti bahwa <i>growth opportunity</i> berpengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan, profitabilitas berhubungan negatif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> perusahaan,

					tidak ditemukan bukti bahwa <i>business risk</i> berpengaruh terhadap <i>leverage</i> perusahaan
7.	Frank dan Goyal (2003)	<i>Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure.</i>	<i>tangibility of assets, growth opportunities, firm size, dan profitability</i> terhadap struktur modal.	<i>Explanatory Power (R²) regression analysis</i>	Hasil dari penelitian ini adalah <i>tangibility of assets</i> dan <i>growth opportunities</i> berhubungan positif, sedangkan, <i>firm size</i> , dan <i>profitability</i> berhubungan negatif terhadap struktur modal dalam penggunaan hutangnya.
8.	Göknur Umutlu (2008)	<i>Pecking Order and Timing Effects on Aftermarket Performance of IPOs: Evidence from Turkey</i>	Profitabilitas (ROA) dan kesempatan bertumbuh (<i>Market to book ratio</i>) terhadap penggunaan hutang yang diukur dengan <i>Debt to Total Assets Ratio</i>	<i>cross-sectional regression analysis</i>	Hasil dari penelitian ini profitabilitas mempunyai hubungan negatif terhadap penggunaan hutang. Sedangkan kesempatan bertumbuh berpengaruh positif terhadap penggunaan hutang.

9.	Jayesh Kumar (2005)	<i>Capital Structure and Corporate Governance</i>	<i>tangibility, size, ROA, kepemilikan institusional dan kepemilikan asing terhadap intensitas hutang</i>	analisis <i>cross-sectional regression</i>	Hasil dari penelitian ini variabel <i>tangibility</i> dan <i>size</i> berhubungan positif dan signifikan terhadap intensitas hutang, variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap intensitas hutang dalam perusahaan, dan ROA berpengaruh negatif terhadap intensitas hutang.
10.	Jean-laurent Viviani (2008)	<i>Capital Structure determinant s:an empirical study of french company in the wine industry.</i>	ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, risiko dan pertumbuhan perusahaan	model regresi (teknik panel dan klasik).	Hasil dari penelitian ini ialah kesempatan pertumbuhan perusahaan, struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap <i>leverage</i> , profitabilitas berpengaruh

					negatif signifikan terhadap <i>leverage</i> , risiko dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>leverage</i> , sedangkan untuk risiko penjelasannya dalam penelitian ini data terlalu lemah karena hanya selama 4 tahun periode pengamatan.
11.	Hol dan Wijst (2006)	<i>The Financing structure of non-listed firms</i>	<i>non-debt tax shield</i> , profitabilitas, pertumbuhan penjualan, <i>size dan sales growth</i> .	<i>Regression analysis</i>	Hasil penelitian ini <i>non-debt tax shield</i> berhubungan positif dan signifikan dengan hutang, profitabilitas berhubungan negatif dan signifikan terhadap hutang jangka panjang, pertumbuhan perusahaan, <i>size</i> berhubungan positif dengan hutang jangka panjang dan tidak ditemukan hubungan antara

					<i>sales growth</i> dengan hutang.
12	Mehmet SEN dan Eda ORUC (2008)	<i>Testing of Pecking Order Theory in ISE (Istanbul Stock Exchange Market)</i>	variabel <i>leverage</i> sebagai variabel terikat dan variabel bebas antara lain profitabilitas, <i>current ratio</i> , <i>asset structure</i> , <i>sales size</i> , dan <i>asset growth</i>	metode analisis panel data	Hasil dari penelitian ini ialah profitabilitas berhubungan negatif dengan <i>leverage ratio</i> , <i>current ratio</i> berhubungan negatif dengan <i>leverage ratio</i> , <i>asset structure</i> berhubungan negatif dengan <i>leverage ratio</i> , sementara <i>sales size</i> dan <i>asset growth</i> tidak signifikan terhadap <i>leverage ratio</i> .
13	Buferna, Bangassa, dan Hodgkinson (2005)	<i>Determinants of Capital Structure : Evidence from Libya</i>	profitabilitas, ukuran perusahaan, <i>investment opportunity</i> dan <i>tangibility</i> .	analisis <i>cross-sectional regression</i> .	Hasil dari penelitian ini <i>tangibility</i> dan <i>investment opportunity</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang jangka pendek. Sedangkan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap

					penggunaan hutang.
14	Erdinc Karadeniz, Serkan, Mehmet dan Yildirim (2009)	<i>Determinants of Capital structure: evidence from Turkish lodging companies</i>	tingkat pajak, tangibility of asset, profitabilitas, arus kas bebas, kesempatan bertumbuh perusahaan, <i>net commercial credit position</i> , dan ukuran perusahaan terhadap rasio hutang.	Penelitian ini menggunakan model <i>dynamic panel data</i> pada periode 1994-2006.	Hasil dari penelitian adalah tingkat pajak, tangibility of asset, dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Sedangkan variabel arus kas bebas, kesempatan bertumbuh perusahaan, <i>net commercial credit position</i> , dan ukuran perusahaan tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap rasio hutang.
15	Arshad Hasan dan Safdar Ali (2009)	<i>Impact of ownership and corporate governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies</i>	<i>Board size</i> kepemilikan manajerial profitabilitas kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal	model analisis <i>multivariate</i> regresi.	Hasilnya menunjukkan bahwa <i>board size</i> secara signifikan berhubungan dengan struktur modal, kepemilikan manajerial dan profitabilitas mempunyai hubungan negatif

					dengan DER, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif dengan struktur modal.
16	Moh'd et al (1998)	<i>The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time series Cross-Sectional Analysis</i>	<i>ownership structure, dividend payments, growth opportunities, firm size, assets structure, asset risk, profitability, tax rate, non debt tax shields dan uniqueness.</i>	Model yang digunakan adalah Time-Series Cross-Sectional Regression (TSCS).	Hasilnya, variabel <i>ownership structure, dividend payments, growth opportunities, profitability, uniqueness</i> berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan variabel lain berpengaruh positif dan signifikan.
17	Benito (2003)	<i>The Capital Structure Decisions of Firms: Is there a pecking order?</i>	<i>Investment, arus kas, profitabilitas, capital stock at replacement cost dan real sales.</i>	analisis regresi (panel data).	Hasil dari penelitian ini <i>investment</i> berhubungan positif dengan hutang, arus kas bebas berhubungan positif dengan penggunaan hutang, profitabilitas berhubungan negatif dengan hutang, dan <i>real sales</i>

					berhubungan positif dengan hutang.
18	Qian, Tian dan Wirjanto (2007).	<i>An Empirical Investigation into the Capital-Structure Determinants of Publicly Listed Chinese Companies</i>	Ukuran perusahaan, tangibility, struktur kepemilikan, profitabilitas, <i>non-debt tax shield</i> , <i>growth</i> dan volatilitas	<i>dynamic panel-data generalize d method of moments.</i>	Hasil dari penelitian ini ditemukan antara lain ukuran perusahaan, <i>tangibility</i> dan struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap rasio hutang, sedangkan profitabilitas, <i>non-debt tax shield</i> , <i>growth</i> dan volatilitas berhubungan negatif terhadap rasio hutang.
19	Daskalakis dan Psillaki (2005)	<i>The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms</i>	variabel struktur aset, <i>size</i> , profitabilitas dan tingkat pertumbuhan terhadap rasio hutang	Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan panel data yang merupakan kombinasi dari <i>time series</i> dan data <i>cross-sectional</i>	Hasilnya struktur aset dan profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> dan <i>size</i> dan <i>growth rate</i> berhubungan positif terhadap rasio hutang.

Sumber : Jurnal yang telah dipublikasikan

2.3 Kerangka Pemikiran

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen profitabilitas, struktur aktiva, ukuran perusahaan dan kesempatan bertumbuh

terhadap variabel dependen *financial leverage* dengan menggunakan analisis regresi linear berganda untuk mengetahui pengaruh baik secara parsial maupun bersama-sama dan uji derajat determinasi (*adjusted R square*) untuk mengetahui seberapa besar prosentase pengaruh variabel independen tersebut terhadap *financial leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio*. Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian adalah dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2009.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari penggunaan modal atau total aktivasnya. Menurut penelitian yang dilakukan Viviani (2008) profitabilitas ditemukan berhubungan negatif dengan hutang sehingga sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang menyatakan Profitabilitas yang biasa diukur dengan *return on asset* (ROA) berhubungan negatif terhadap *financial leverage*, yang artinya semakin besar Profitabilitas perusahaan maka semakin kecil keputusan pendanaan melalui hutang yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sutapa *et al* (2007), Harjanti dan Eduardus (2007), Frank dan Goyal (2003), Göknur Umutlu (2008), Kumar (2005), SEN dan Eda (2008), Qian *et al* (2007), Buferna *et al* (2005), Benito (2003), Karadeniz *et al* (2009), Hasan dan Safdar (2009), Hol dan Wijst (2006) dan Moh'd *et al* (1998) dimana perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil, dan memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal karena lebih mudah dan biaya akan lebih efektif dengan menggunakan pendanaan internal,

yaitu dengan laba ditahan. Oleh karena itu, profitabilitas mempunyai hubungan positif dengan *financial leverage*.

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing – masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap (Riyanto, 2001). Struktur aktiva terdiri dari aktiva lancar dan aktiva tetap. Struktur aktiva diukur dengan perbandingan aktiva tetap dengan total aktiva. Menurut penelitian yang dilakukan oleh SEN dan Eda (2007) menyatakan struktur aktiva mempunyai keterkaitan negatif terhadap *financial leverage*, karena permasalahan utama teori *pecking order* adalah informasi yang tidak simetrik dan struktur aktiva merupakan variabel yang menentukan besar kecilnya masalah ini. Ketika perusahaan memiliki proporsi aktiva berwujud yang lebih besar, penilaian asetnya jadi lebih mudah. Sehingga, permasalahan asimetri informasi menjadi lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan hutangnya ketika proporsi aktiva berwujud meningkat dan lebih memilih untuk menerbitkan saham. Penelitian lain yang mendukung hasil negatif antara struktur aset dan penggunaan hutang adalah Harris dan Raviv (dalam Frank dan Goyal, 2003) menyatakan berdasarkan teori *pecking order* perusahaan dengan aktiva berwujud yang sedikit mempunyai masalah yang serius terhadap asimetri informasi antara investor dan manajer, oleh karena itu perusahaan menghimpun hutang dan menjadikan perusahaan lebih didanai oleh hutang. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Karadeniz *et al* (2009) dan Daskalakis dan Psillaki (2005) yang mengatakan bahwa struktur aktiva mempunyai hubungan negatif dengan rasio hutang.

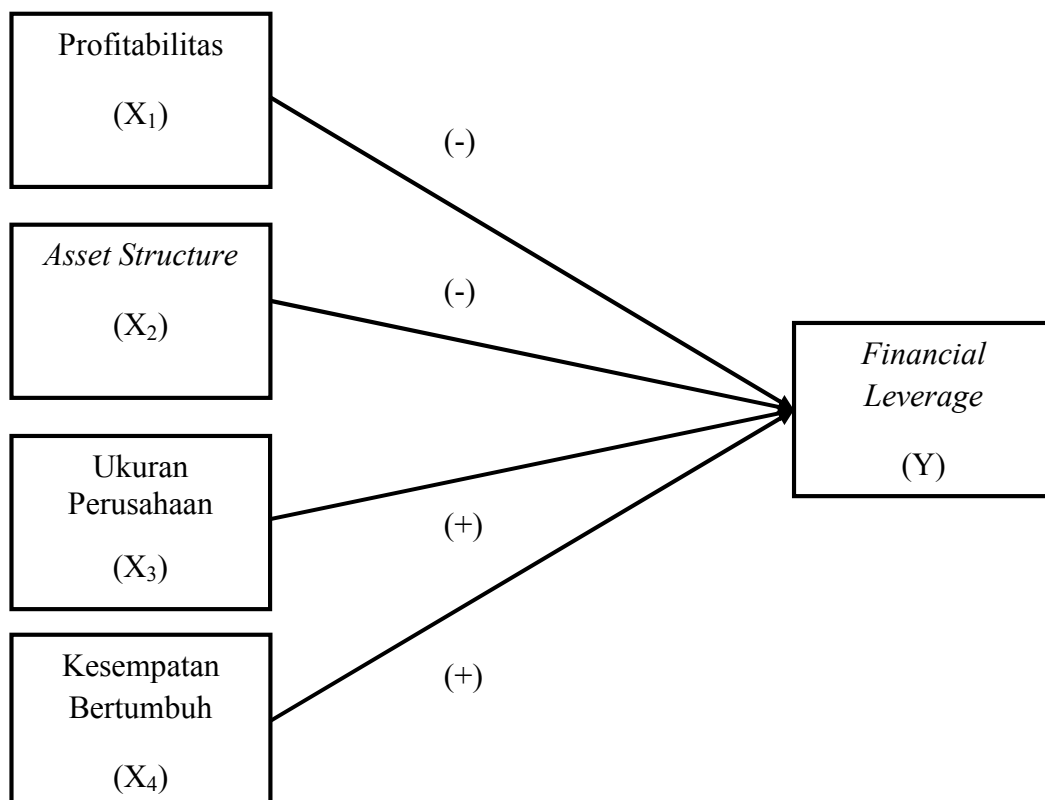
Ukuran perusahaan mempunyai hubungan dengan *financial leverage*, menurut penelitian yang dilakukan oleh Daskalakis dan Psillaki (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih kecil mempunyai rasio penggunaan hutang yang kecil pula, hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang memilih untuk menggunakan dana internalnya karena perusahaan kecil mempunyai kecenderungan untuk terlikuidasi ketika mereka berada pada *financial distress*. Lebih lanjut lagi, perusahaan besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan dan pada gilirannya akan meningkatkan kapasitas hutang ketika ukuran perusahaan yang diproksikan dengan total aset yang dimiliki semakin besar maka perusahaan dapat dengan mudah untuk mendapatkan pinjaman, dengan asumsi bahwa pemberi pinjaman (*lenders*) percaya bahwa perusahaan mempunyai tingkat likuiditas yang cukup. Hasil penelitian ini didukung oleh Sutapa *et al* (2007), Hasan dan Safdar (2009), Moh'd *et al* (1998), Heri Widodo (2001), Hol dan Wijst (2006), Qian *et al* (2007), Kumar (2005), Darminto dan Adler (2008) dan Harjanti dan Eduardus (2007). Oleh karena itu, terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan *financial leverage*.

Kesempatan bertumbuh merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan. Untuk mengukur kesempatan bertumbuh digunakan *market to book ratio* atau biasa disebut *price to book ratio* yang mencerminkan posisi harga pasar saham terhadap nilai bukunya, rasio *market to book* merupakan suatu cara yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan dan membuat perbandingan dengan perusahaan pesaing. Hal

ini merupakan gambaran yang esensial bagi investor yang potensial dan analisis karena menyediakan cara yang sederhana dalam menilai apakah suatu perusahaan *under* atau *overvalued*. Semakin rendah *market to book ratio* hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kesempatan bertumbuh yang baik. Apabila perusahaan berada pada posisi *undervalued* maka perusahaan berada pada posisi kesempatan bertumbuh yang baik dan permintaan terhadap dana pun akan meningkat, apabila permintaan tersebut melebihi dana internal maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal khususnya hutang untuk mengoptimalkan kondisi kesempatan bertumbuh perusahaan, karena pada posisi *undervalued* perusahaan dihadapkan pada masalah asimetrik informasi yang tinggi dan tidak mungkin untuk menerbitkan saham., sehingga perusahaan akan mengoptimalkan kondisi tersebut dengan penggunaan hutang, kondisi ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* (Buferna *et al*, 2005). Pendapat Göknur Umutlu (2008) mengatakan pada umumnya, ketidakpastian yang tinggi dan informasi asimetri yang tinggi pada *emerging market* memotivasi manajer untuk menggunakan hutang lebih banyak, jika mempunyai nilai pasar yang baik terhadap nilai buku yang mengindikasikan kesempatan bertumbuh yang baik. Hal ini didukung oleh beberapa penelitian antara lain Frank dan Goyal (2003), Al-Ajmi, Hameeda dan Nadhem (2009), Viviani (2008), Buferna *et al*(2005) dan Benito (2003). Oleh karena itu, terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan *financial leverage*.

Berdasarkan landasan teori dan hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependennya, maka dapat dibuat suatu kerangka pemikiran teoritis dalam bentuk model sebagai berikut:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Dari berbagai jurnal dan dikembangkan untuk penelitian.

2.4 Hipotesis

Berdasarkan tinjauan teoritis dan penelitian terdahulu dapat diturunkan sejumlah hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Sesuai dengan hipotesis *pecking order*, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*.

H₂ : Sesuai dengan hipotesis *pecking order*, *assets structure* berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*.

H₃ : Sesuai dengan hipotesis *pecking order*, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *financial leverage*.

H₄ : Sesuai dengan hipotesis *pecking order*, kesempatan bertumbuh berpengaruh positif terhadap *financial leverage*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan variabel-variabel sebagai berikut :

1. Variabel Dependen (*Dependent Variable*)

Variabel dependen merupakan variabel utama yang menjadi faktor yang berlaku dalam investigasi dan dipengaruhi atau tergantung oleh variabel lain. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen/terikat adalah : Tingkat Hutang (*Leverage Ratio*). Mengacu pada penelitian Daskalakis dan Psillaki (2005) untuk mengukur tingkat hutang yang digunakan perusahaan maka dalam penelitian ini digunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu suatu rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan biaya hutang melalui modal sendiri yang dimilikinya yang diukur melalui total hutang dan total ekuitas (*equity*).

Mengacu pada penelitian Jensen (1986), Kumar (2005) dan Hasan dan Shafdar (2009) untuk mengukur besarnya *leverage* perusahaan digunakan rumus:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \quad (3.1)$$

Dimana :

Total Debt : Total Hutang

Total Equity : Total Ekuitas

2. Variabel Independen (*Independent Variable*)

Variabel independen disebut juga variabel prediktor (*predictor variable*) yang biasa dilambangkan dengan (X) adalah variabel yang mempengaruhi variabel dependen, baik secara positif atau negatif. Yaitu, jika terdapat variabel independen, variabel dependen juga ada, dan dengan setiap unit kenaikan dalam variabel independen, terdapat pula kenaikan atau penurunan dalam variabel dependen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

a. Profitabilitas

Profitabilitas menurut Riyanto (2001) adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Profitabilitas juga merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan. Variabel profitabilitas diukur dengan melihat kemampuan modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bersih atau *return on asset* (ROA).

Untuk mengukur besarnya profitabilitas, *Return On Asset* dirumuskan sebagai berikut (SEN dan Eda, 2008) dan (Hol dan Wijst, 2006) :

$$\text{Return on Asset (ROA)} = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Total Asset}} \quad (3.2)$$

Dimana :

Earning After Tax (EAT) : Pendapatan setelah Pajak

Total Assets : Total Aset

b. Struktur Aktiva

Struktur aktiva adalah perimbangan atau perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva. Jadi, struktur aktiva merupakan susunan dari penyajian aktiva dalam rasio tertentu dari laporan keuangan, yaitu perbandingan antara aktiva lancar dengan total aktiva (Riyanto, 2001).

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Viviani (2008), Buferna *et al* (2005) dan Moh'd *et al* (1998) untuk mengukur besarnya struktur aktiva maka dirumuskan sebagai berikut :

$$Tangible Asset = \frac{Fixed Asset}{Total Assets} \quad (3.3)$$

Fixed Asset : Aktiva Tetap

Total Assets : Total Aktiva

c. Kesempatan Bertumbuh (*Growth Opportunity*)

Kesempatan bertumbuh dapat didefinisikan sebagai suatu usaha untuk mengelola uang dengan cara menanamkan uang tersebut pada bidang-bidang tertentu dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan di masa mendatang (Benito, 2003). Kesempatan bertumbuh yang identik dengan pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan *size* perusahaan, yang dapat diproksikan dengan peningkatan aktiva, ekuitas, laba dan penjualan (Buferna *et al*, 2005).

Dalam penelitian ini, harapan suatu kesempatan bertumbuh perusahaan dapat dilihat dari *market to book ratio* atau biasa disebut *price to book ratio* yang merupakan cerminan dari posisi harga saham terhadap nilai bukunya dan juga suatu cara yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan dan

membuat perbandingan dengan perusahaan pesaing. Hal ini merupakan gambaran yang esensial bagi investor yang potensial dan analis karena menyediakan cara yang sederhana dalam menilai apakah suatu perusahaan *under* atau *overvalued*. Semakin rendah *market to book ratio* hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kesempatan bertumbuh yang baik. Apabila perusahaan berada pada kondisi *undervalued* maka perusahaan berada dalam kondisi kesempatan pertumbuhan yang baik sehingga masih dapat dioptimalkan.

Mengacu pada penelitian Göknur Umutlu (2008), Al-Ajmi *et al* (2009) dan Frank dan Goyal (2003) *market to book ratio*, diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Market to book ratio} = \frac{PS}{BV} \quad (3.4)$$

Dimana :

PS : *Market price per stock*

BV : *Book value per stock*

d. Ukuran Perusahaan.

Ukuran Perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan pada satu periode tahun tertentu (Al-Ajmi *et al*, 2009). Ukuran perusahaan adalah suatu skala, yaitu dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara, antara lain total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan stabilitas penjualan. (Hol dan Wijst, 2006).

Dalam penelitian ini ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma natural dari *net sales* merupakan indikator yang lebih valid dan *reliable* untuk

mengukur *firm size* (Harjanti & Eduardus,2007). Logaritma natural dipakai untuk mengurangi fluktuasi data yang berlebih sehingga akan dapat mengurangi *skewness of distribution* serta meminimisasi *standard error* koefisien regresi, mengacu pada penelitian Frank dan Goyal (2003) dan Qian *et al* (2007) dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln \text{Net Sales} \quad (3.5)$$

Ringkasan variabel penelitian dan definisi operasi dalam penelitian ini, sebagaimana terlihat pada tabel 3.1 berikut :

Tabel 3.1
Definisi Operasional Variabel

No	Nama variabel	Status Variabel	Definisi Operasional	Cara pengukuran	Skala
1	<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	Dependen	rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan biaya hutang melalui modal sendiri yang dimilikinya yang diukur melalui total hutang dan total modal (equity).	$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$	Rasio
2	<i>Return on Assets</i> (ROA)	Independen	merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan (Aset) yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan.	$ROA = \frac{EAT}{\text{Total Asset}}$	Rasio
3	<i>Asset Structure</i>	Independen	Perbandingan aktiva tetap dengan total aktiva.	$Tangibility = \frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Assets}}$	Rasio
4	<i>Growth Opportunity</i>	Independen	Perbandingan antara <i>Market price per stock</i> dan <i>book value per stock</i>	$\text{Market to book ratio} = \frac{PS}{BV}$	Rasio
5	<i>Size</i>	Independen	Ukuran atau besarnya penjualan bersih yang dimiliki perusahaan	$Size = \ln \text{Net sales}$	Rasio

Sumber : Konsep penelitian yang diolah dari buku dan jurnal

3.2 Populasi Dan Penentuan Sampel

Populasi adalah sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu atau keseluruhan elemen (unsur, unit, individu) dari suatu himpunan dengan ciri-ciri tertentu yang sama. Adapun populasi dalam penelitian ini adalah emiten syariah yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) pada tahun 2006-2009. Pemilihan objek penelitian dilakukan hanya pada saham emiten syariah, dengan alasan ingin mengetahui relevansi dan konsistensi hasil penelitian ini, dengan peneliti-peneliti terdahulu serta ingin mengetahui apakah *pecking order theory* dapat digeneralisir berlaku bagi emiten syariah. Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang memenuhi kriteria berikut Hamzah (dalam Sutapa *et al*, 2007):

- 1) Saham emiten yang halal berdasarkan ketentuan syariah, kehalalan suatu saham disahkan oleh Dewan Pengawas Syariah.
- 2) Saham-saham emiten terdaftar di *Jakarta Islamic Index* aktif diperdagangkan selama periode pengamatan yaitu 2006 sampai 2009.
- 3) Perusahaan masuk 30 besar dalam *Jakarta Islamic Index* minimal 3 kali dari periode Desember 2006 sampai Desember 2009.
- 4) Perusahaan emiten menerbitkan laporan keuangan tahunan selama periode Desember 2006 sampai Desember 2009.
- 5) Tidak memiliki ekuitas negatif dan memiliki data yang lengkap.

Sampel penelitian ini adalah data perusahaan tahun 2006-2009 yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap, terus menerus dan dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Jumlah sampel sebanyak 12

emiten syariah di dalam *Jakarta Islamic Index* dalam penelitian ini seluruh perusahaan dalam industri emiten syariah yang terdaftar di JII dengan jangka waktu 4 tahun.

3.3 Jenis Dan Sumber Data

Data yang digunakan adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh dalam bentuk yang sudah jadi, sudah dikumpulkan dan diolah oleh pihak lain, biasanya sudah dalam bentuk publikasi (Supranto, 1994: 11). Data dalam penelitian ini berupa data *pooling* untuk semua variabel yaitu *Debt to Equity Ratio*, ROA, harga saham, harga pasar per lembar saham, nilai buku, total aktiva, EAT, *net sales*, aktiva tetap, total hutang dan total modal sendiri yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, *JSX Watch*, BI dan IDX.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini dapat di klasifikasikan dalam metode dokumentasi. Dokumentasi dari asal katanya dokumen, yang artinya barang-barang tertulis, di dalam melaksanakan metode dokumentasi, peneliti mempelajari, meneliti, mengkaji, serta menelaah literatur-literatur berupa buku-buku, laporan penelitian, majalah, dokumen, peraturan-peraturan, dan mendapatkan data melalui pengamatan dari data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berhubungan dengan penelitian. Data didapatkan dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *Indonesia Stock Exchange* terbitan tahun 2006-2009. Metode dokumentasi ini digunakan untuk memperoleh data mengenai laporan keuangan dari perusahaan yang menjadi sampel penelitian di BEI. Data total hutang dan total ekuitas untuk mencari *Debt to Equity Ratio*

(DER). Data *Earning After Tax* (EAT) dan total aset untuk menghitung *profitability*. Data jumlah aktiva tetap dan total aktiva untuk menghitung struktur aktiva perusahaan. Data kesempatan bertumbuh yang diukur melalui perbandingan harga pasar per lembar saham dengan nilai buku. Data logaritma natural dari *net sales* untuk menentukan besarnya *size* perusahaan.

3.5 Metode Analisis

Metode analisis untuk mengetahui variabel independen yang mempengaruhi secara signifikan terhadap *Debt To Equity Ratio* pada emiten syariah di Bursa Efek Indonesia yaitu profitabilitas (ROA), struktur aset, kesempatan bertumbuh dan ukuran perusahaan (*size*) digunakan persamaan umum regresi linear berganda atas empat variabel bebas terhadap sebuah variabel tidak bebas model umum regresi berganda, yaitu : (Gujarati,1999: 130)

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e \quad (3.6)$$

Keterangan :

Y : Tingkat Hutang (*Leverage Ratio*)

α : Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien perubahan nilai

X1 : Profitabilitas (ROA)

X2 : *Asset Structure*

X3 : Kesempatan bertumbuh

X4 : Ukuran perusahaan

e : Variabel Residual (tingkat kesalahan)

3.5.1 Uji Penyimpangan Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian regresi terlebih dahulu diadakan pengujian asumsi klasik untuk mengetahui apakah model regresi benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan *representative* dan pengujian asumsi klasik yang akan digunakan dalam penelitian ini meliputi :

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal atau mendekati normal (Ghozali, 2007: 110). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal pada grafik atau melihat histogram dari residualnya (Ghozali, 2007: 28). Data tersebut normal atau tidak dapat diuraikan lebih lanjut sebagai berikut :

- a. Jika data menyebar diatas garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji normalitas data dapat juga menggunakan uji kolmogorov-smirnov untuk mengetahui signifikansi data yang terdistribusi normal. Dengan pedoman pengambilan keputusan :

- a. Nilai sig atau signifikansi atau nilai probabilitas <0.05 , distribusi adalah tidak normal.
- b. Nilai sig atau signifikansi atau nilai probabilitas >0.05 , distribusi adalah normal (Ghozali, 2007: 30).

Maka untuk mendeteksi normalitas dengan *Kolmogorov-Smirnov Test* (K-S) dilakukan dengan membuat hipotesis :

H_0 : data residual berdistribusi normal

H_A : data residual tidak berdistribusi normal

- a. Apabila probabilitas nilai Z uji K-S signifikan secara statistik maka H_0 ditolak, yang berarti data tersebut terdistribusi tidak normal.
- b. Apabila probabilitas nilai Z uji K-S tidak signifikan secara statistik maka H_0 diterima, yang berarti data tersebut terdistribusi normal.

2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau tidak, model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi maka variabel-variabel ini tidak orthogonal (nilai korelasi tidak sama dengan nol). Uji multikolinearitas ini dapat dilihat dari nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabel bebas terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1 / tolerance$) dan menunjukkan adanya kolinearitas yang tinggi. Nilai *cut off* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0.10 atau nilai VIF yang berada di

bawah nilai 10. Jadi multikolinearitas terjadi jika nilai *tolerance* < 0.10 atau nilai VIF > 10 (Ghozali, 2007: 92).

3. Uji Autokorelasi

Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode (t) dengan periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi maka terdapat masalah korelasi. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Model regresi yang baik adalah yang bebas dari autokorelasi. Cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin Watson (DW). Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi (Ghozali, 2007: 96) :

- a. Bahwa nilai DW terletak diantara batas atas atau *upper bound* (du) dan ($4-du$), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol berarti tidak ada autokorelasi positif.
- b. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound* (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol berarti ada autokorelasi positif.
- c. Bila nilai DW lebih besar daripada batas bawah atau *lower bound* ($4-dl$), maka koefisien autokorelasi lebih kecil dari nol berarti ada autokorelasi negatif.
- d. Bila nilai DW terletak antara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara ($4-du$) dan ($4-dl$), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

Tabel 3.2
Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tdk ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
Tdk ada autokorelasi positif	<i>No decision</i>	$dl \leq d \leq du$
Tdk ada korelasi negatif	Tolak	$4 - dl < d < 4$
Tdk ada korelasi negatif	<i>No decision</i>	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tdk ada autokorelasi, positif atau negatif	Tidak ditolak	$du < d < 4 - du$

Selain itu keputusan mengenai ada tidaknya autokorelasi dalam model dapat menggunakan uji *Run Test*. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah random atau acak (Ghozali, 2005: 103). Apabila tingkat signifikansi hasil uji *Run Test* dibawah α (0,05) maka didalam model terdapat autokorelasi. Tetapi apabila tidak signifikan pada α (0,05) maka tidak terdapat autokorelasi. Hipotesis yang diajukan dalam uji Run Test.

H0 : Data residual *random* (acak)

H1 : Data residual tidak *random*

4. Uji Heteroskedastisitas

Menurut Imam Ghozali (2007: 105) uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda

disebut heteroskedastisitas. Cara menguji ada tidaknya heteroskedastisitas, yaitu dengan menggunakan analisis grafik. Pengujian *scatter plot*, model regresi yang tidak terjadi heteroskedastisitas harus memenuhi syarat sebagai berikut :

- a. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
- b. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.5.2 Pengujian Hipotesis

3.5.2.1 Uji Hipotesis Secara Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen, yaitu pengaruh dari masing-masing variabel independen. Seperti halnya dengan uji hipotesis secara bersama-sama, pengujian parsial regresi dimaksudkan untuk melihat apakah variabel bebas (independen) yang terdiri atas profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan, dan kesempatan bertumbuh secara individu mempunyai pengaruh terhadap variabel tidak bebas (dependen) dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Pengujian dilaksanakan dengan pengujian dua arah sebagai berikut :

1. Membandingkan antara variabel t tabel dan t hitung

Nilai t hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999: 114) :

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi}(\beta)}{\text{Standar deviasi}(\beta)}$$

- a. Bila $-t \text{ tabel} < -t \text{ hitung}$ dan $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$, variabel bebas (independen) secara individu tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.
- b. Bila $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ dan $-t \text{ hitung} < -t \text{ tabel}$, variabel bebas (independen) secara individu berpengaruh terhadap variabel dependen.

2. Berdasarkan probabilitas

Pengambilan keputusan uji hipotesis secara parsial juga didasarkan pada nilai probabilitas yang didapatkan dari hasil pengolahan data melalui program SPSS Statistik Parametrik sebagai berikut:

- a. Jika probabilitas $> 0,05$ maka H_0 diterima.
- b. Jika probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak.

Pada uji t, nilai probabilitas dapat dilihat pada hasil pengolahan dari program SPSS pada tabel *coefficients* kolom sig atau *significance*. Jika probabilitas (signifikansi) lebih besar dari 0.05 (α) maka variabel bebas secara individu tidak berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*, jika lebih kecil dari 0.05 maka variabel bebas secara individu berpengaruh terhadap *debt to equity ratio*.

3.5.2.2 Uji F (*Goodness of Fit Model*)

Pengujian koefisien regresi keseluruhan menunjukkan apakah variabel bebas secara keseluruhan atau bersama mempunyai pengaruh terhadap variabel tidak bebas (*Debt to Equity Ratio*).

Pengujian dilaksanakan sebagai berikut :

1. Membandingkan antara F tabel dan F hitung

Nilai F hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999: 120) :

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)}$$

Keterangan :

R^2 : Uji derajat determinasi

k : Banyaknya koefisien regresi

N : Banyaknya observasi

- a. Bila $F \text{ hitung} < F \text{ tabel}$, variabel bebas (independen) secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel *debt to equity ratio*.
- b. Bila $F \text{ hitung} > F \text{ tabel}$, variabel bebas (independen) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel *debt to equity ratio*.

2. Berdasarkan probabilitas

Dalam skala probabilitas lima persen, jika probabilitas (signifikansi) lebih besar dari α (0,05) maka variabel bebas secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel *debt to equity ratio*, jika lebih kecil dari 0,05 , maka variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel *debt to equity ratio*. Sedangkan pada skala sepuluh persen, jika lebih besar dari α (0,1) maka variabel bebas secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel *debt to equity ratio*, jika lebih kecil dari 0.1 maka variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel *debt to equity ratio*.

3.5.3 Uji Derajat Determinasi

Uji derajat determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model yang dibentuk dalam menerangkan variasi variabel independen. Uji derajat determinasi dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999: 101) :

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = 1 - \frac{\sum i^2}{\sum yi^2}$$

Nilai R^2 besarnya antara 0-1 ($0 < R^2 < 1$) uji derajat determinasi ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel bebas mempengaruhi variabel tidak bebas. Apabila R^2 mendekati 1 berarti variabel bebas semakin berpengaruh terhadap variabel tidak bebas.

Dalam penelitian ini menggunakan regresi linear berganda maka masing-masing variabel independen yaitu profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan, dan kesempatan bertumbuh, secara parsial dan secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen yaitu *financial leverage* yang dinyatakan dengan R^2 untuk menyatakan uji derajat determinasi atau seberapa besar pengaruh variabel terhadap variabel *financial leverage*. Besarnya uji derajat determinasi adalah 0 sampai dengan 1. Semakin mendekati nol, maka semakin kecil pula pengaruh semua variabel independen terhadap nilai variabel dependen (dengan kata lain semakin kecil kemampuan model dalam menjelaskan perubahan nilai variabel dependen). Sedangkan jika uji derajat determinasi mendekati 1 maka dapat dikatakan semakin kuat model tersebut dalam menerangkan variasi variabel independen terhadap variabel terikat. Angka dari *R square* didapat dari pengolahan data melalui program SPSS yang bisa dilihat pada tabel model *summary* kolom *R square*.